

La crisis financiera y su impacto en América Latina



José Luis Machinea

Estos documentos de trabajo del IELAT están pensados para que tengan la mayor difusión posible y que, de esa forma, contribuyan al conocimiento y al intercambio de ideas. Se autoriza, por tanto, su reproducción, siempre que se cite la fuente y se realice sin ánimo de lucro. Los trabajos son responsabilidad de los autores y su contenido no representa necesariamente la opinión del IELAT. Están disponibles en la siguiente dirección: [Http://www.ielat.es](http://www.ielat.es)

Instituto de Estudios Latinoamericanos
Universidad de Alcalá
C/ Trinidad 1
Edificio Trinitarios
28801 Alcalá de Henares – Madrid
www.ielat.es
ielat@uah.es

Equipo de edición:
Eva Sanz Jara
Vanesa Ubeira Salim
Lorena Vásquez González
Guido Zack

DERECHOS RESERVADOS CONFORME A LA LEY
Impreso y hecho en España
Printed and made in Spain
ISSN: 1989-8819



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

INSTITUTO DE ESTUDIOS
LATINOAMERICANOS (IELAT)

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

Parte I: Orígenes, evolución y riesgos

José Luis Machinea

SERIE IAES-IELAT: DOCUMENTOS DE TRABAJO
CONJUNTOS

01/2009

**INSTITUTO UNIVERSITARIO
DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y
SOCIAL**

DIRECTOR

Dr. D. Tomás Mancha Navarro
Catedrático de Economía Aplicada,
Universidad de Alcalá

DIRECTOR FUNDADOR

Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura
Catedrático de Economía Aplicada,
Universidad de Alcalá

AREAS DE INVESTIGACIÓN

ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

Dr. D. Rubén Garrido Yserte
Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

ECONOMÍA LABORAL

***Dr. D. Carlos Iglesias
Fernández***
Profesor Contratado Doctor
Universidad de Alcalá

**ESTUDIOS SECTORIALES, FINANCIEROS
Y PYME**

***Dr. D. Antonio García
Tabuenca***
Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

SERVICIOS E INNOVACIÓN

Dr. D. Luis Rubalcaba Bermejo
Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

**INSTITUTO DE ESTUDIOS
LATINOAMERICANOS**

PRESIDENCIA

Dr. D. Juan Ramón de la Fuente

DIRECCIÓN

Daniel Sotelsek Salem

SUBDIRECCIÓN

Pedro Pérez Herrero

CENTROS

**CENTRO EURO AMERICANO DE ESTUDIOS
JURÍDICOS (CEAEJ)**

Dr. D. Diego Luzón Peña

**CENTRO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DE
AMÉRICA LATINA (CEEAL)**

Dr. D. Diego Azqueta Oyarzún

**CENTRO DE ESTUDIOS HISTÓRICO- CULTURALES
(CEHC)**

Dr. D. Pedro Pérez Herrero

CATEDRAS

CÁTEDRA SIMÓN BOLÍVAR

Dr. D. Juan Ramón de la Fuente

CÁTEDRA RAÚL PREBISCH

Dr. D. José Luis Machinea

CÁTEDRA JEAN MONNET

Dr. D. Carlos Jiménez Piernas

**CÁTEDRA DE DEMOCRACIA Y DERECHOS
HUMANOS**

Dra. Dña. Isabel Garrido Gómez

DOCUMENTOS DE TRABAJO CONJUNTOS IELAT-IAES

BREVE PRESENTACIÓN

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

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

TOMÁS MANCHA
Director IAES

DANIEL SOTELSEK
Director IELAT

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en Internet:

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

ISSN: 1989 8819



**INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social**

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



**Universidad
de Alcalá**

**INSTITUTO DE ESTUDIOS
LATINOAMERICANOS (IELAT)**

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

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

RESUMEN:

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

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

Códigos JEL:

ABSTRACT

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

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

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

INDICE

1 – Introducción.....	8
2 – Los orígenes de la crisis	11
3 – De las fallas del mercado a las fallas del gobierno: El papel de las políticas públicas	16
4 – La salida de la crisis: el papel determinante de las políticas públicas.....	22
5 – Los riesgos vinculados a la recuperación del crecimiento.....	33
6 – Reflexiones finales	36
Anexo.....	39
Notas al final:	43
Bibliografía:	47

1 – INTRODUCCIÓN

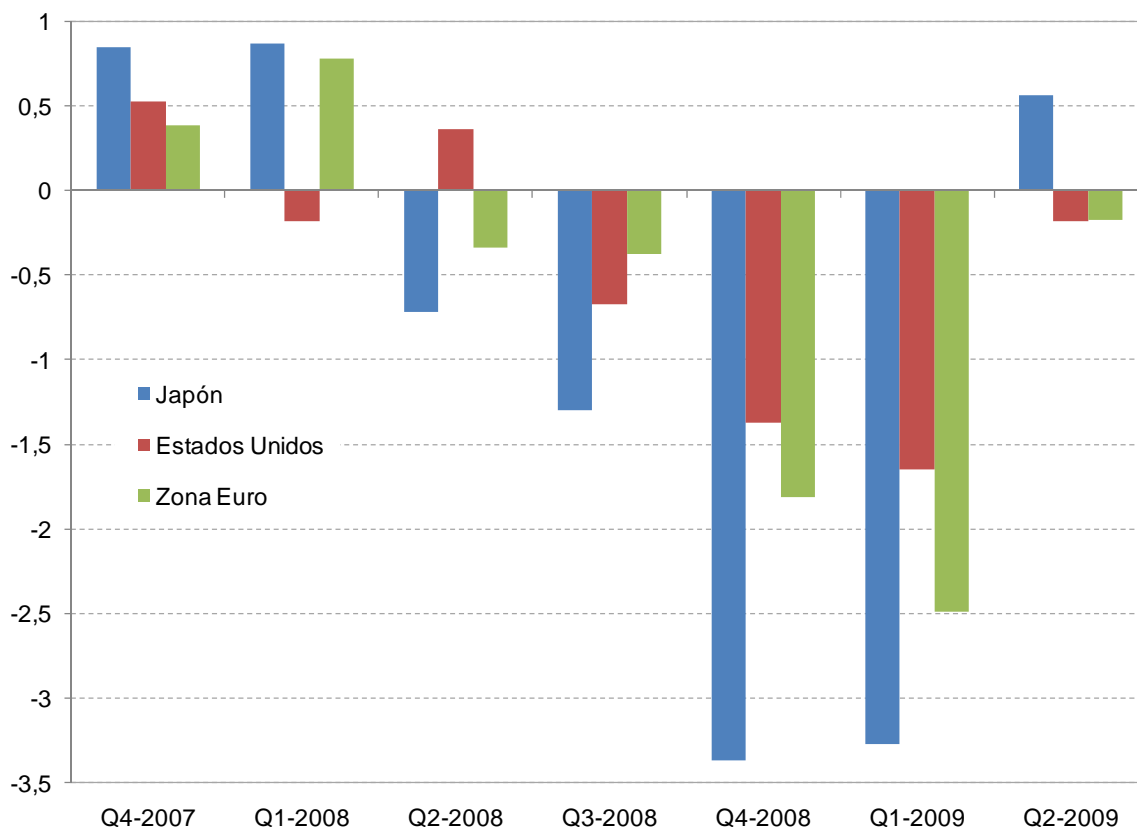
Ha transcurrido un año desde que la crisis financiera global con epicentro en Estados Unidos parecía convertirse en un pandemio difícil de controlar. Si bien la crisis había comenzado alrededor de un año antes, no hay duda que la quiebra de Lehman Brothers actuó como el disparador que la potenció hasta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

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

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

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

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



Fuente: OECD

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

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

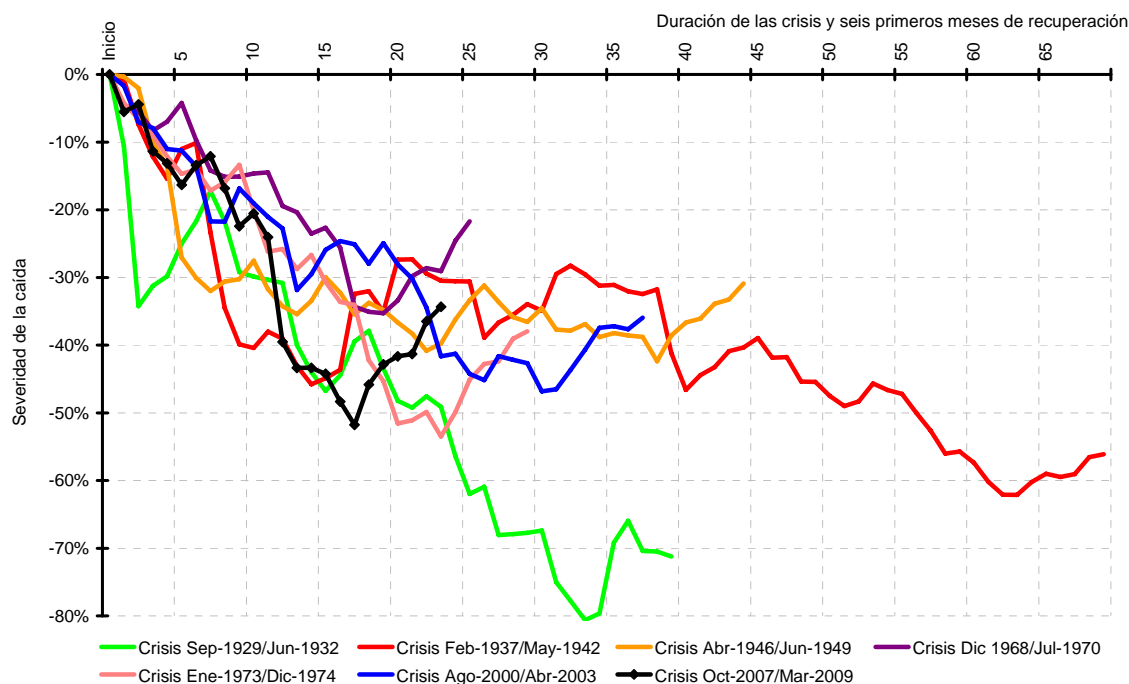
pena de que la economía mundial vuelva a entrar en fuerte recesión, pareciera que si el actual desequilibrio fiscal se prolongara por mucho más tiempo, al menos en los niveles actuales, se generarían dudas sobre la capacidad de los gobiernos de hacer frente a sus deudas. Por lo tanto, la incertidumbre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

consumo y de capital.

GRÁFICO 2

El mercado de valores en las crisis financieras de los últimos 80 años

Caída porcentual (%) del Índice Standard & Poor's 500, ajustada por la inflación



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2 – LOS ORÍGENES DE LA CRISIS

a. Opacidad e interdependencia

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

intermediarios financieros (Machinea, 2009a).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

b. La centralidad de las deficiencias del mercado

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

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

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

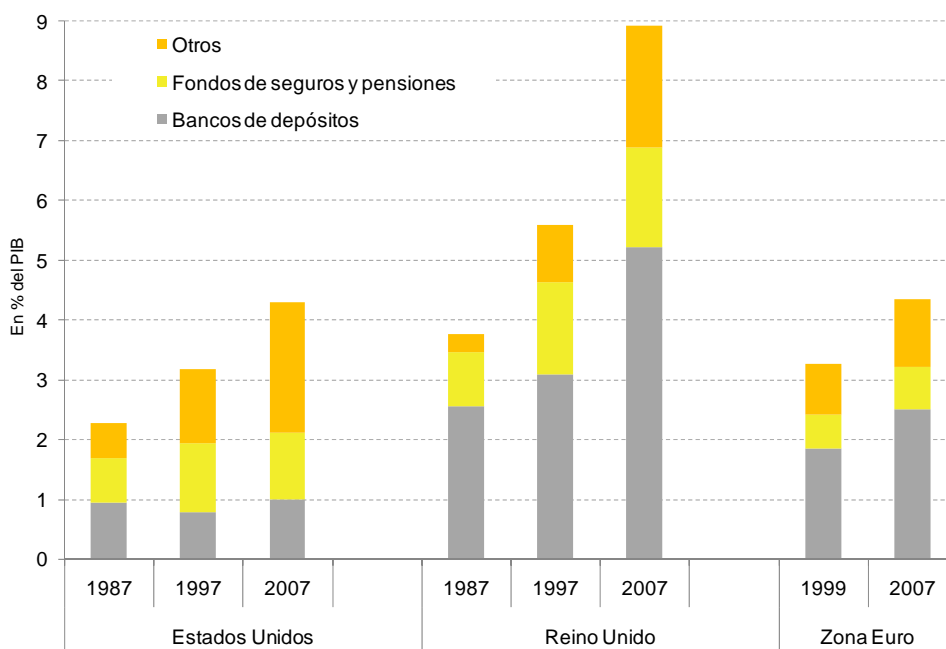
Minsky (1986): "Un régimen en el que hay y se espera que siga habiendo ganancias de capital es un ambiente favorable para involucrarse en financiamiento especulativo y Ponzi"⁸. De esa manera, Minsky nos explicaba en los ochenta la operatoria subprime de nuestros días.

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

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

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

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



Fuente: IMF (2008), capítulo 2.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

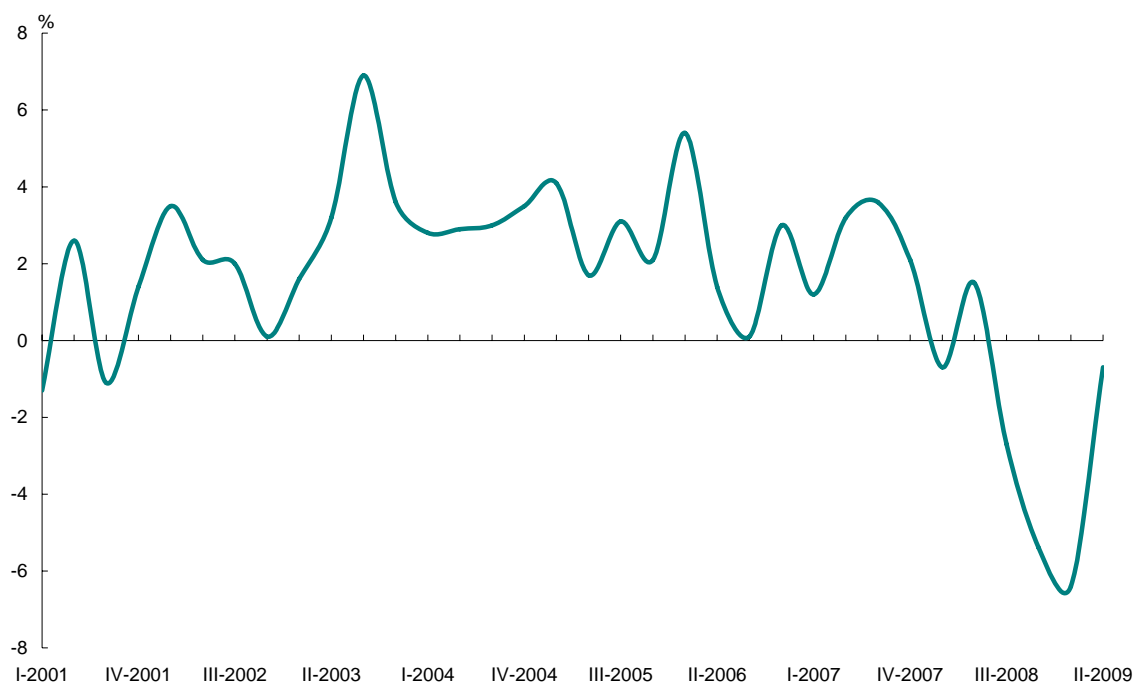
a. Bajas tasas de interés y los desequilibrios globales

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

Estas tasas fueron, por cierto inferiores a las que hubiesen

resultado de aplicar la “regla de Taylor” (Taylor, 2007).

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



Fuente: Bureau of Economic Analysis

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

Este aumento del ahorro en “el resto del mundo” sería la contrapartida de la baja tasa de ahorro de los Estados Unidos y explicaría el déficit en cuenta corriente de este país que, sorprendentemente, pudo combinar así una reducción del ahorro con una disminución de las tasas de interés (Roubini, 2005 y Eichengreen, 2005).

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

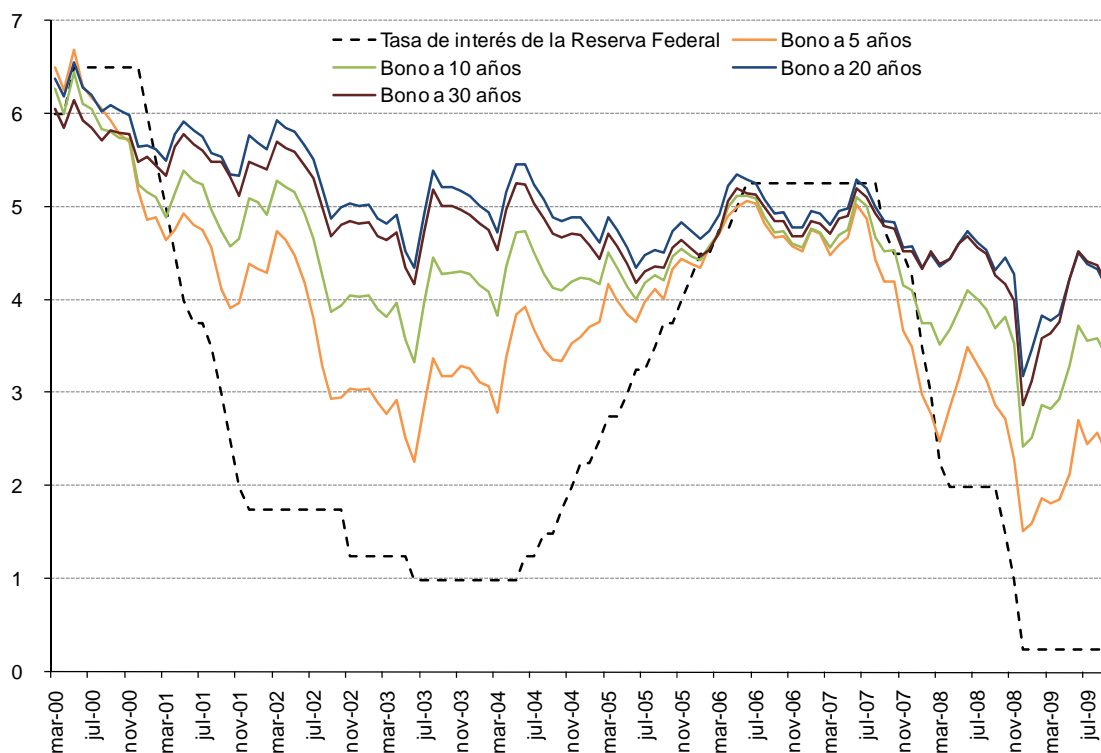
últimos 10 años el país que generó más del 60% del déficit en cuenta corriente de los países "deficitarios". Un excesivo crecimiento de la deuda externa de Estados Unidos puede provocar una creciente desconfianza en el dólar y llevar a reducir el financiamiento externo. Si este cambio se produjera de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

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

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

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

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



Fuente: Reserva Federal

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

b. Riesgo moral

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

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

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

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

intentar disciplinar al mercado en el medio de una crisis.

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

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

c. Deficientes regulaciones

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

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

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

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

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

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

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

a. La política monetaria y financiera

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

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

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

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

Recuadro 1

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

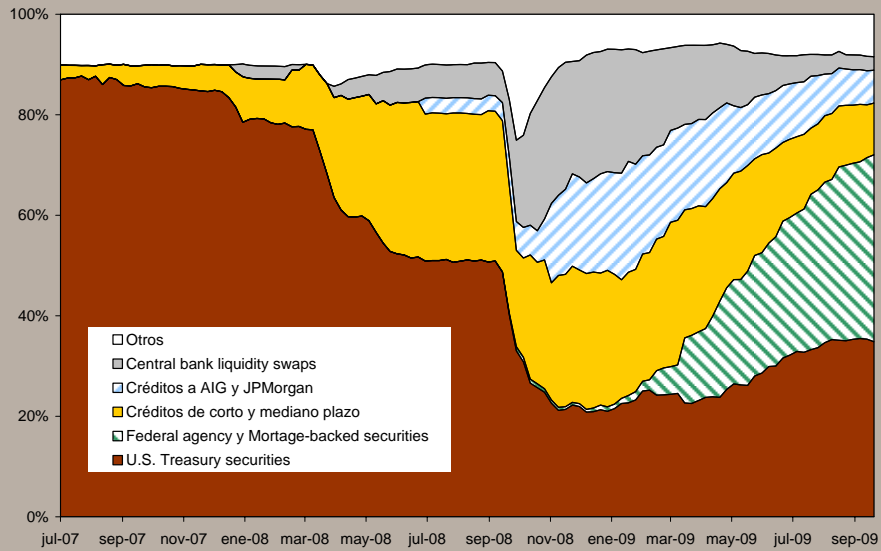
En la presente crisis, las primeras señales de la necesidad de liquidez de los bancos se observaron hacia septiembre de 2007, cuando los créditos a corto y mediano plazo de la Reserva Federal comenzaron a aumentar a una tasa interanual muy elevada. No obstante, su balance no creció en forma acelerada,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

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

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

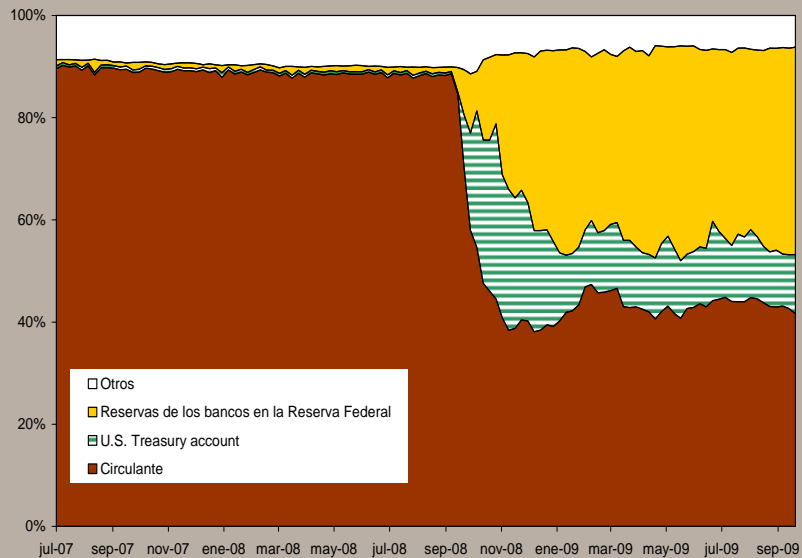
La manera de absorber la expansión monetaria fue a través de dos mecanismos: la venta de títulos del tesoro, cuyos recursos fueron depositados en la Reserva Federal, y el aumento de las reservas de las entidades financieras, motivado inicialmente por la incertidumbre de estas entidades respecto a la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

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



Fuente: Reserva Federal

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



Fuente: Reserva Federal

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

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

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

Recuadro realizado por:
Zack, Guido

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

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

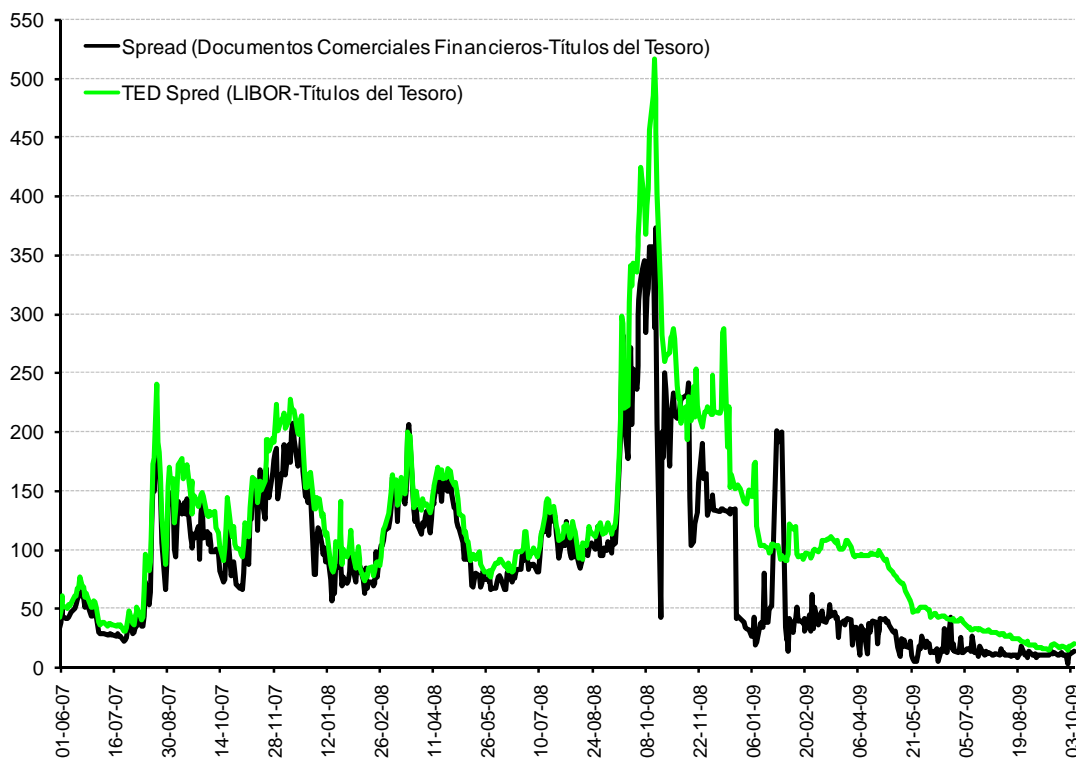
donde se puede observar con mayor rigurosidad que los mercados están lejos de haber vuelto a evaluaciones

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

GRÁFICO 6

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

En puntos porcentuales



Fuente: Reserva Federal

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

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

CUADRO 1
Diferencial en el mercado de crédito
En puntos porcentuales

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

Fuente: IMF (2009b), capítulo 1

b. La política fiscal

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

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

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

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

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

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

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

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

de liquidez, de quienes reciben las transferencias.

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

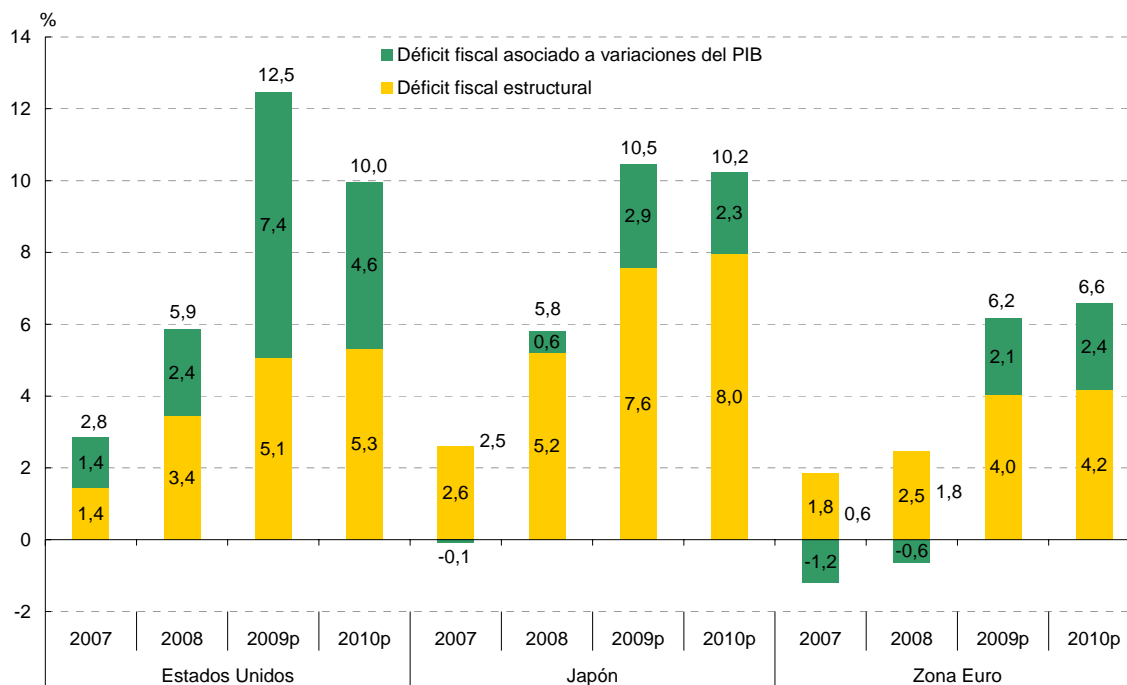
De cualquier manera no puede negarse que la inversión en infraestructura, más allá de los aspectos positivos sobre el crecimiento, genera un multiplicador inicial mayor que las transferencias y tendría un mayor impacto sobre la competitividad²⁵.

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

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

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

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



p: proyecciones

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

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

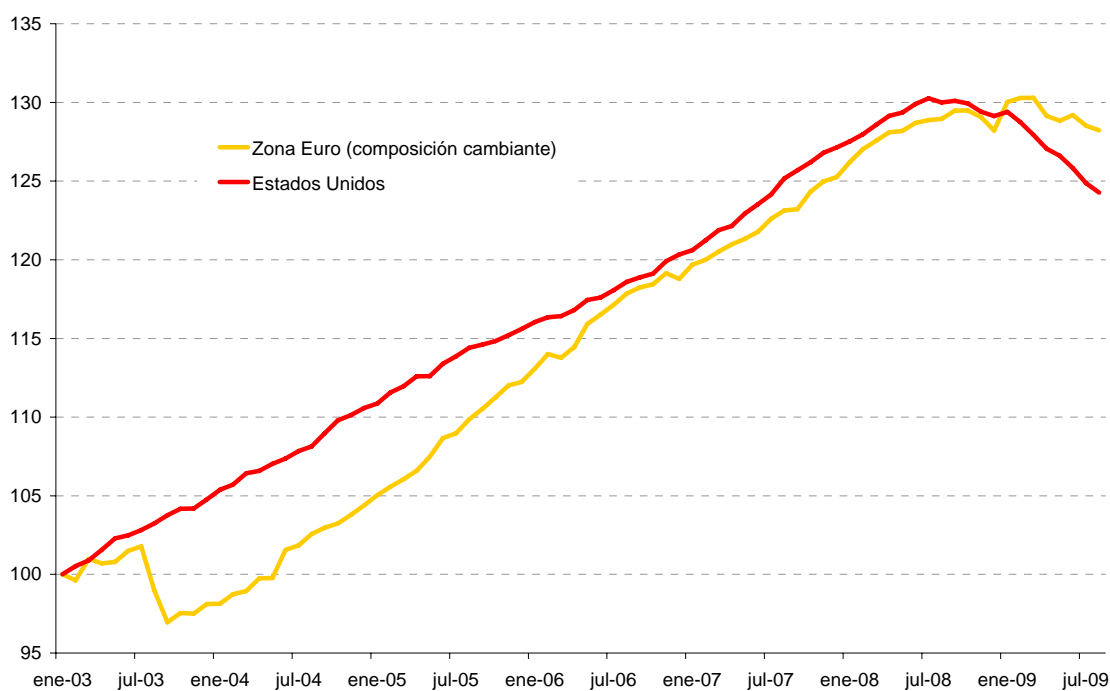
Obviamente el estímulo fiscal tiene un costo: el aumento de la deuda pública que en tres años habrá de incrementarse en el entorno de veinte a cuarenta puntos del producto para la mayoría de los países desarrollados, y diez a veinte puntos mas en los cuatro años subsiguientes (Cuadro 2). La carga de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

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

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

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

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



Fuente: Reserva Federal y Banco Central Europeo

El segundo comentario es que el nivel previsto de deuda pública hace difícil imaginar la posibilidad de estímulos fiscales adicionales o por tiempos muy

prolongados sin generar una excesiva presión sobre las tasas de interés real y grandes incrementos de la presión tributaria en los próximos años

(Cuadro 2). Eso significa que la recuperación tiene riesgos considerables, ya que requiere un aumento de la demanda privada en

un breve período de tiempo, de manera de evitar un crecimiento mayor de la deuda pública.

CUADRO 2
Deuda Pública Bruta
En porcentaje del PIB

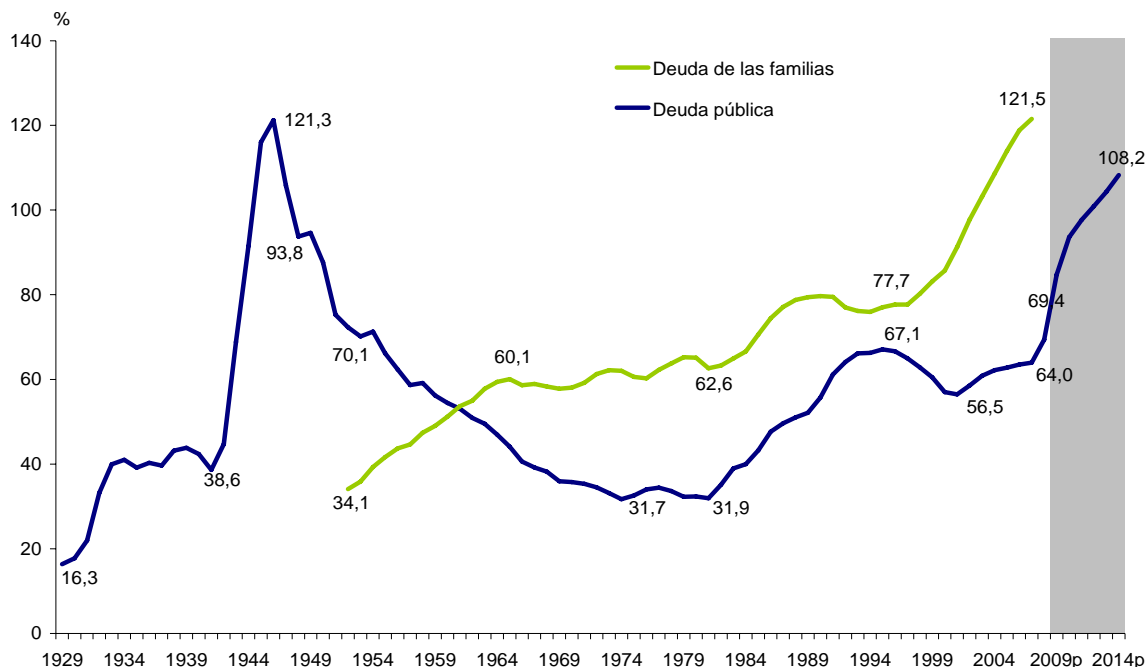
	2007	2008	2009	2010	2014
Estados Unidos	61,9	70,4	84,8	93,6	108,2
Zona Euro	65,7	69,2	80,0	86,3	95,6
Reino Unido	44,1	52,0	68,7	81,7	98,3
Japón	187,7	196,6	218,6	227,0	245,6

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

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

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

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



p: proyecciones

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

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

5 – LOS RIESGOS VINCULADOS A LA RECUPERACIÓN DEL CRECIMIENTO

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

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

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

1 - Si bien hay bastante conciencia de que retirar los estímulos fiscales y monetarios antes de tiempo puede complicar seriamente la recuperación de la actividad económica, en economías abiertas como las actuales, hay un incentivo para los free riders, ya que es posible beneficiarse del mayor déficit fiscal de los otros países sin incurrir en los costos asociados a la deuda pública³⁰. El riesgo es que, acuciados por el aumento de la deuda, algunos países decidan disminuir el déficit fiscal antes de tener asegurado la salida de la crisis bajo el supuesto que otros no lo harán, lo que incrementa la necesidad de la coordinación de las políticas en esta fase, tanto en el ámbito fiscal como el monetario³¹. Vale la pena recordar que durante 1936-37 el aumento de los requerimientos de reserva y la reducción del déficit fiscal en Estados Unidos terminó con la

incipiente reactivación de ese entonces.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

tiene que ser complementado con el incremento de la demanda desde los países superavitarios, del sector privado en Alemania y Japón (dado el monto de la deuda pública) y del sector privado o público en otros países, pero en particular en China. Asimismo, el ajuste de estos desequilibrios implica reacomodamientos del tipo de cambio de los países superavitarios (cuya contrapartida sería el tipo de cambio de los deficitarios). En ese proceso es natural que el dólar se deprecie, en especial respecto del yen, el yuan y las monedas de los países de Medio Oriente. En la medida en que el yuan no se aprecie respecto del dólar, reducir el desequilibrio requerirá una mayor apreciación de las monedas de los países en desarrollo y de los desarrollados, incluyendo el euro³³.

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

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

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

6 – REFLEXIONES FINALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ANEXO

Recuadro 2

Cronología de los eventos claves

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

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

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

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

NOTAS AL FINAL:

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

² Véase, por ejemplo, Reinhart y Rogoff (2008).

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

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

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

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

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

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

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

¹⁰ Si bien la dimensión que han alcanzado otros intermediarios financieros es inédita, no lo es su existencia y relevancia. Hace cien años las dificultades de los *Trust Funds* y de los agentes de bolsa fueron cruciales para explicar los momentos más críticos de la crisis financiera de 1907, y su resolución favorable (Bruner y Carr, 2007).

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

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

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

¹⁴ Ver International Monetary Fund (2009a), Capítulo 3.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

³⁰ Hay también posiciones contrarias. Véase por ejemplo, Taylor John (2009).

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

³² Véase, Alan Taylor (2002) e IMF (2007, capítulo 5).

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

BIBLIOGRAFÍA:

- Alonso, J. A. (2009), "Coordinación macroeconómica internacional: Difícil pero necesaria", en *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, editado por José A. Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steimberg, Ediciones Empresa Global.
- Bagehot, W. (1920), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres: John Murray. Publicado originalmente en 1873.
- Bernanke, B. (2000), *Essays on the Great Depression*, Princeton: Princeton University Press.
- BIS (Bank for International Settlements) (2009), *BIS Annual Report 2008/09*, Basilea, Junio.
- Bruner, R. y S. Carr (2007), *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Caprio, G. Jr. y Williams College (2009), "Financial Regulation in a Changing World: Lessons from the Recent Crisis", Septiembre.
- Caprio, G. Jr., A. Demirgüç-Kunt y E.J. Kane (2008), "The 2007 meltdown in structured securitization: searching for lessons, not scapegoats", *Policy Research Working Paper*, N° 4756, Washington, D.C: Banco Mundial.
- Clower, R. W. (1965), "The Keynesian Contrarevolution: A Theoretical Appraisal" in *The Theory of Interest Rates*, eds. F. H. Hahn y R. P. R. Brechling, Londres: Institute of Economics Affairs.
- Crotty, J. (2009), "Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'", *Cambridge Journal of Economics*, Oxford, Julio.
- De Grauwe, P (2009), "Economics is in crisis: it is time for a profound revamp", *Financial times*, July 21st.
- Eichengreen, B. (2005), *The Blind Men and the Elephant*, Berkeley, Universidad de California, noviembre.

- Fanelli, Jose M. (2009), "La política económica fuera del corredor. Reflexiones sobre la crisis global y la experiencia latinoamericana", Ensayos Económicos 53-54, Banco Central de la República Argentina. Enero-Junio de 2009.
- High Level Group on Financial Supervisión in the EU (de Larosiere Report) (2009), Bruselas, febrero. IMF (International Monetary Fund) (2009a), *World Economic Outlook. Sustaining the Recovery*, Washington D.C, octubre
- _____ (2009b), *Global Financial Stability Report, Navigating the Financial Challenges Ahead*, Washington D.C, octubre
- _____ (2008), *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macro-financial Implications and Policy*, Washington D.C., octubre.
- _____ (2007) *World Economic Outlook, Globalization and Inequality*, Washington D. C, octubre.
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London.
- Kindleberger, C. y R. Aliber (2005), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Nueva York, John Wiley & Sons.
- Leijonhufvud A. (1973), "Effective Demand Failures", *Swedish Economic Journal*, Marzo.
- Machinea, José Luis (2009a), "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica", CEPAL, Revista de la CEPAL N° 97, Abril.
- _____ (2009b), "Algunas reflexiones respecto a las reformas de la arquitectura financiera en el ámbito nacional e internacional", Instituto de Estudios Latinoamericanos (IELAT), Documento de trabajo, en prensa.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Londres, Yale University Press.
- Mizen, P. (2008), "The credit crunch of 2007-2008: a discussion of the background, market reactions, and policy responses", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90(5), septiembre-octubre.
- Morgan, Brian (1978), "Monetarists and Keynesians, their contribution to Monetary Theory", Halsted Press, New York.

- Reinhart, C. y K. Rogoff (2008), "This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises", *NBER Working Paper*, N° 13882, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Roubini, N. (2005), "Global Imbalances: A Contemporary Rashomon Tale with Five Interpretations", Nueva York, Universidad de Nueva York, inédito.
- Taylor, Alan (2002) "Globalization, Trade, and Development: Some Lessons from History", NBER, *Working Paper* 9326.
- Taylor, J.B. (2009), "The coming debt debacle: Top economist says President Obama must slash spending, now", Nueva York, Daily News
- _____ (2007), *Housing and Monetary Policy*, NBER Working Paper, N° 13682, Stanford University, National Bureau of Economic Research
- Shiller, R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press.
- Spilimbergo A., Steve Symansky, Olivier Blanchard y Carlo Cottarelli (2008), "Fiscal Policy for the Crisis", *IMF Staff position note* (SPN/08/01), Washington D.C., diciembre
- Wolf, Martin (2009), "Why narrow banking alone is not the finance solution", *Financial Times*, September 29th.



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

INSTITUTO DE ESTUDIOS
LATINOAMERICANOS (IELAT)

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

**Parte II: Algunas reflexiones respecto a las
reformas de la arquitectura financiera en el
ámbito nacional e internacional**

José Luis Machinea

**SERIE IAES-IELAT: DOCUMENTOS DE TRABAJO
CONJUNTOS**

02/2009

PARTE II: ALGUNAS REFLEXIONES RESPECTO A LAS REFORMAS DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA EN EL ÁMBITO NACIONAL E INTERNACIONAL[†]

RESUMEN:

Después de analizar los motivos por los que es necesario regular el sistema financiero, el artículo discute los cambios más importantes que requiere esa regulación en el ámbito nacional, incluyendo una visión macro y micro-prudencial. Ese análisis incluye una breve opinión respecto del papel de los bancos centrales en relación con las burbujas en los mercados de activos. Dado que en un contexto de globalización se requiere coordinar las regulaciones, el artículo discute las características que debe tener esa regulación a escala global. Finalmente, considerando la asimetría en términos de las posibilidades de implementar políticas contracíclicas entre el mundo desarrollado y los países en desarrollo, el artículo discute como superar esa deficiencia a través de un papel más relevante de un remozado Fondo Monetario Internacional.

Palabras clave: crisis financiera, regulación, mercados, bancos centrales, desarrollo, políticas, Fondo Monetario Internacional.

Códigos JEL:

ABSTRACT

After analyzing the reasons why it is necessary to regulate the financial system, the authors discuss the major changes that require such regulation at the national level, including a macro view and micro-prudential. This analysis includes a brief review of the role of central banks in connection with the bubbles in asset markets. Since in the context of globalization is required to coordinate the regulations, the article discusses the characteristics that such regulation must be global. Finally, given the asymmetry in terms of the opportunities to implement countercyclical policies between the developed and developing countries, the authors discuss how to overcome this deficiency through an enhanced role of a revamped International Monetary Fund.

Key words: financial crisis, regulation systems, markets, central banks, development, policies, International Monetary Fund.

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

INDICE

1 Introducción	53
2 Regulaciones en el ámbito nacional	54
3. Las instituciones internacionales vinculadas a la regulación financiera	66
4. En busca de un prestamista internacional de última instancia.....	67
5. Reflexiones finales	70
Notas al final	72
Bibliografía	75

1 – INTRODUCCIÓN

La actual crisis ha hecho evidente las deficiencias de los sistemas de regulación y de supervisión del sector financiero en los países desarrollados. Es interesante observar que, a diferencia del pasado, las deficiencias son mucho menores en los países en desarrollo, en especial en América Latina y Asia en Desarrollo. La razón debe buscarse en las lecciones que dejaron sucesivas crisis financieras¹.

Reducir los riesgos de ocurrencia de nuevas crisis requiere cambios en las regulaciones y la supervisión alrededor del mundo, tales como las destinadas a reducir el exagerado apalancamiento de los últimos años y la naturaleza procíclica del sector financiero

Asimismo, la crisis ha hecho innegable algunas de las deficiencias de la actual etapa de la globalización, en especial la ausencia de coordinación y de instituciones a escala global. Si bien en este caso esas deficiencias han sido evidentes en el ámbito financiero y en los desequilibrios de cuenta corriente, las mismas se extienden a otros ámbitos, tal como el comercial, la migración o el cambio climático (United Nations, 2009). En lo que respecta a los aspectos financieros, las carencias tienen dos características dominantes. Por un lado, a pesar de la globalización de las transacciones y de las entidades financieras, no existe un ordenamiento global, sino una suma, no coordinada, de regulaciones y

supervisiones nacionales. Los impactos sobre la competencia son evidentes, pero mucho más costoso son los problemas de contagio y de crisis que inadecuadas regulaciones y supervisión en algunos países crean a escala global.

Por el otro, esta crisis ha dejado en evidencia una vez más que los países en desarrollo son los que usualmente tienen menos instrumentos para paliar los efectos de la crisis. Esa asimetría es la que provoca un incentivo al autoaseguramiento, lo que no sólo es poco eficiente, sino que, además, contribuye a los desequilibrios globales al brindar una fuente barata de financiamiento a los países desarrollados y a Estados Unidos en particular. Modificar las instituciones financieras globales para reducir esta asimetría es, por lo tanto, indispensable.

El artículo está organizado de la siguiente manera. La sección 2 comienza pasando revista a las razones que hacen necesario, a diferencia de lo que ha sido la tendencia en los últimos años, una mayor regulación de los sistemas financieros, para luego discutir cuáles son a nuestro entender los cambios más importantes que debieran darse en este ámbito, incluyendo una visión macro y micro-prudencial. Ese análisis incluye un breve comentario respecto del papel de los bancos centrales en relación con las burbujas en los mercados de activos. En la tercera sección se discute la importancia de coordinar las regulaciones y supervisión a escala global, así como

las dificultades para avanzar en ese proceso y las alternativas de política. La cuarta sección analiza la asimetría en términos de posibilidades de implementar políticas contracíclicas entre el mundo desarrollado y los países en desarrollo, una asimetría tanto más inequitativa cuando la crisis se origina en el Norte. Se argumenta que la única solución posible es la existencia de un prestamista global, y que ese prestamista debe ser el Fondo Monetario Internacional, claro está, un Fondo remozado en cuanto a su gobernabilidad y sus políticas. Ese prestamista de última instancia es, además, funcional para reducir los desequilibrios globales en cuenta corriente. En la quinta sección se vuelcan algunas consideraciones finales.

2 - REGULACIONES EN EL ÁMBITO NACIONAL

a. ¿Por qué regular?

La mayoría de las regulaciones del sector financiero fueron impuestas como consecuencia de la crisis de la década de 1930, que dejó en evidencia los riesgos de la ausencia de regulación y supervisión del sistema. Esta tendencia se comenzó a revertir a partir de la década de los ochenta, en un contexto de un proceso amplio de desregulación, que incluyó al sector financiero. Ese proceso se aceleró a partir de las normas de Basilea I, que ponen un exagerado énfasis en la autorregulación y generan incentivos para incluir ciertos activos como cuentas de orden en los

balances. Otros hitos importantes fueron la reducción gradual, hasta su eliminación total en 1999, de la separación de funciones entre la banca de depósitos y otras actividades financieras en Estados Unidos, y el aumento del apalancamiento de los bancos en general y de los bancos de inversión en particular a partir de 2004.

Por lo tanto, la actual crisis debiera ser un elemento más que suficiente para proponer una mayor regulación de los mercados financieros. Pero además de la evidencia de a donde nos ha llevado la desregulación, nos ha parecido conveniente, antes de discutir algunas de las propuestas específicas para revertir esta tendencia, analizar por qué el sector requiere una mayor regulación, no sólo respecto a su pasado reciente, sino también en relación con otras actividades.

En primer lugar, en el sector financiero, de la misma manera que otros sectores, por ejemplo en el de salud, hay asimetría de información, en este caso entre la entidad financiera y sus clientes. Por lo tanto, la idea de que las expectativas racionales de los distintos agentes económicos llevan a un equilibrio eficiente no se sostiene. La idea de que ello se subsana protegiendo a los inversionistas de menor tamaño, por ejemplo a través de sistemas de garantías de depósitos, ha demostrado ser falsa en la última crisis: la asimetría va más allá del tamaño de los actores. Claro está que esta asimetría de información se

convirtió en absolutamente dominante por los niveles inéditos de opacidad que caracterizaron a esta última crisis².

Una segunda “imperfección de mercado” se relaciona a la existencia de externalidades, básicamente vinculadas a situaciones de riesgo sistémico que han caracterizado a muchas crisis financieras, ya que la caída de una entidad puede, y generalmente lo produce, generar incertidumbre que repercute sobre otras entidades del sistema, lo que haría que el costo total sea mayor que el que padecerían los accionistas e inversores del banco quebrado³. No es de extrañar, entonces, que después de la crisis de 1930 en Estados Unidos, la actitud de casi todos los gobiernos alrededor del mundo durante episodios de crisis financiera, ha sido la de rescatar a las entidades, al menos a las de mayor tamaño relativo. Ese seguro implícito aumenta los costos de las crisis, costos que no son cubiertos por el sistema financiero. La situación se agrava si, como consecuencia de ese comportamiento del sector público, las entidades financieras toman riesgos exagerados y por ende alejados de la eficiencia del mercado.

Una solución, que no elimina la existencia de imperfecciones asociadas a las externalidades, pero que sin duda las reduce, es la de salvar a la entidad pero no a los accionistas y la de mantener una “discrecionalidad constructiva” de modo que nadie tenga asegurado el salvataje.

Hay una tercera imperfección de mercado, vinculada a que quienes dirigen las entidades financieras, y por cierto las grandes empresas del mundo, no son los dueños, por lo que suelen existir otros objetivos más allá de maximizar el beneficio para los accionistas, y es el de maximizar los beneficios para los directivos⁴. Eso es lo que ha pasado durante la última crisis y ello también requiere la intervención del Estado, dado que las consecuencias de esa actitud no sólo resultan en costos para los accionistas sino también para el conjunto de la sociedad.

Considerando, por lo tanto, que la regulación del sector financiero es imprescindible, cabe preguntarse cuáles serían a nuestro entender las regulaciones más relevantes. Ese es el tema que se discute a continuación.

b. Respetto de las normas⁵

De la micro a la macro regulación prudencial. Como los países en desarrollo saben desde hace un tiempo, se pueden tener las mejores regulaciones microeconómicas pero ello no evitará una crisis financiera si existen grandes desequilibrios macroeconómicos. La última crisis es un ejemplo en este sentido, no porque las regulaciones micro hayan sido buenas sino porque ciertos desequilibrios macroeconómicos^{6,7}, en particular la burbuja en el mercado inmobiliario de Estados Unidos, actuaron como detonantes de la crisis. Los países en desarrollo han experimentado muchas crisis

financieras como consecuencia de grandes desequilibrios macroeconómicos, en especial asociados a excesivos déficit en cuenta corriente y a grandes apreciaciones de sus monedas. En muchos casos estos desequilibrios han sido impulsados por el sistema financiero, por ejemplo como resultado de un comportamiento excesivamente procíclico, usualmente vinculado a un exagerado financiamiento externo que ha contribuido a la apreciación cambiaria. En términos más generales, el riesgo del sistema financiero en su conjunto no es igual a la suma de los riesgos individuales, sino también del grado de correlación entre los balances de las distintas entidades.

Al respecto, hay dos líneas de acción que son de especial importancia. Por un lado, políticas contracíclicas en términos de provisiones o, lo que es equivalente, en términos de los requerimientos de capital. Sobre este tema nos extendemos más adelante. Por el otro, la creación de un organismo en el ámbito nacional cuya tarea central sea estudiar y prevenir posibles riesgos sistémicos y recomendar las medidas más apropiadas en cada circunstancia.

En este sentido, si bien el establecimiento de reglas parece ser la manera más eficiente de contrarrestar las presiones que siempre intentarán reducir las regulaciones que afecten la rentabilidad de las entidades financieras en el corto plazo, las autoridades regulatorias deben estar

dispuestas a tomar, adicionalmente, medidas discrecionales para reducir la ocurrencia de riesgos sistémicos. Un ejemplo obvio sería que a la luz de la burbuja en el mercado inmobiliario, la respuesta debiera haber sido un aumento de las provisiones de los créditos dirigidos al sector y la reducción del monto del préstamo respecto al valor de la propiedad. Asimismo, si esa burbuja estuviera acompañada de un excesivo déficit en la cuenta corriente, la respuesta adicional debiera haber sido una reducción del déficit fiscal. En ambos casos podría haberse aumentado la tasa de interés, pero pareciera una estrategia menos eficiente que las arriba mencionadas.

En el caso de los países en desarrollo hay dos factores que tienden a aumentar la volatilidad macroeconómica. Por un lado, los movimientos de capital que, considerando el tamaño relativamente pequeño de los mercados financieros de la mayoría de esos países, tienden a tener un efecto considerable sobre la expansión monetaria y/o sobre la deuda interna cuando se intenta esterilizarlos en la fase expansiva del ciclo.

Por el otro, la escasa capacidad de realizar política contracíclicas en la fase recesiva del ciclo como consecuencia del limitado acceso al financiamiento externo durante ese período. Por lo tanto, la política de prevención de los desajustes macroeconómicos adquiere especial relevancia en el caso de los países en desarrollo. Asimismo, el tratamiento

del movimiento de capitales, tendiente a reducir su prociclicidad, tiene que ser una parte importante de la política macro-prudencial y puede incluir desde impuestos al ingreso de capitales hasta regulaciones específicas respecto a las características de los préstamos del exterior.

La prociclicidad del sector financiero.

Además de políticas macroeconómicas contracíclicas se requiere también de políticas financieras contracíclicas. La tendencia al aumento de la relación activos/capital durante la fase expansiva del ciclo, en parte a través de distintas innovaciones financieras, es un claro indicador que durante esa fase hay un sesgo a subestimar el riesgo de los créditos, como la hay a sobreestimarlos en la fase recesiva⁸. Ésta es una observación que se sustenta, entre otras cosas, en las burbujas en el precio de los activos que suelen acompañar los períodos de auge y preceder a las crisis financieras.

Considerando que son varias las razones del comportamiento procíclico del sistema financiero, tales como la valuación de los activos a precios de mercado, el costo del aseguramiento, el costo de la resolución de las crisis (escasas reservas durante el auge) y el apalancamiento, es necesario tener un enfoque holístico para tratar este tema (Borio, 2009, United Nations 2009).

Sin duda el elemento más importante de la prociclicidad está dado por las variaciones de la relación de los

activos a patrimonio a lo largo del ciclo, para lo que lo aconsejable son requerimientos de capital en relación a los activos que aumenten en la fase expansiva y disminuyan durante la parte contractiva del ciclo⁹. Es decir requerimientos de capital contracíclicos. Una propuesta en este sentido es la de Charles Goodhart y Avinash Persaud (2008), según la cual las necesidades de capital aumentarían exponencialmente cuando el crecimiento de los activos de cada banco exceda ciertos niveles máximos dados por el objetivo de inflación, el crecimiento de largo plazo y cierta flexibilidad para considerar los cambios en la relación préstamos a producto¹⁰.

Para no congelar la participación de los bancos en el sistema financiero, sería necesario dar un mayor margen a los bancos de menor tamaño relativo. El objetivo de inflación y el crecimiento de largo plazo son en esta propuesta los componentes contracíclicos, ya que se supone que la inflación y el producto tienden a moverse por encima de ambos en los períodos de auge e inversamente durante la recesión. Esta propuesta tiene la ventaja que castiga a las entidades con mayor sesgo procíclico durante el auge, pero la desventaja que no es evidente el criterio a aplicar durante la fase recesiva. Sin embargo nos parece que la regla podría extenderse a la fase contractiva, período en el que la expansión del crédito seguramente estaría por debajo de lo permitido por las reglas, lo que automáticamente reduciría las necesidades de capital. No se nos

escapa que la medida sería más efectiva para evitar excesos durante el auge que para estimular el crédito durante las recesiones, ya que si bien los incentivos son los correctos, menores requerimientos de capital no necesariamente generarán un aumento de los créditos.

Otro punto interesante de esta propuesta es que en vez de buscar indicadores macroeconómicos para determinar la fase del ciclo en la que se encuentra la economía, directamente afecta el ritmo de expansión del crédito en cada una de las entidades: cuando esa expansión supera ciertos criterios previamente establecidos aumentan los requerimientos de capital, los que disminuyen en el caso contrario (escasa expansión del crédito). La ventaja radica en que no siempre es posible determinar con precisión en qué etapa del ciclo se encuentra la economía y por ende cuando deben cambiar las regulaciones. Además, la burbuja en el precio de los activos muestra una clara correlación con la evolución del crédito (IMF, 2009a, capítulo 4).

Dado que hay alternativas a esta propuesta, las mismas debieran analizarse en detalle para seleccionar la más eficaz para reducir el carácter procíclico del apalancamiento (Financial Stability Forum, 2009a, y Borio y Drehmann, 2008).

Lo que a nuestro entender es de especial relevancia es si la medida debiera aplicarse de manera discrecional durante el ciclo o debiera

establecerse una regla. Considerando la capacidad de lobby del sector financiero, respaldado posiblemente por los gobiernos y otros actores durante la fase expansiva del ciclo, y la cantidad de recursos que controla, creemos que la regulación debiera establecerse mediante una regla que, como tal, debiera tener efecto de manera automática. Ello no implica que no pudieran hacerse ajustes discrecionales en circunstancias especiales, como las vinculadas a la expansión del crédito a algún sector donde se note comportamientos que podrían poner en riesgo a la estabilidad macroeconómica. Ello debiera ser alertado por el organismo propuesto para evaluar los riesgos sistémicos.

Requerimientos de capital y de liquidez. Una de las propuestas, que no es nueva después de una crisis financiera, es la de aumentar los requerimientos de capital y liquidez. Es evidente que cuanto mayores sean estos requerimientos menores son los riesgos de una crisis financiera por problemas de liquidez y solvencia, pero también es cierto que a mayores requerimientos mayor será el margen de intermediación y, por lo tanto, la tasa de interés.

En el extremo, una regulación microeconómica exagerada en términos de los requerimientos de capital y liquidez de las entidades financieras puede aumentar el riesgo macroeconómico. Por lo tanto, es necesario lograr algún equilibrio que reduzca los riesgos de crisis microeconómica en el sector

financiero pero que, al mismo tiempo, genere financiamiento a tasas razonables para los sectores productivos.

Veamos primero los requerimientos de capital. Dado que es necesario disminuir la vulnerabilidad de las entidades financieras y, a su vez, aumentar el costo para los accionistas de una mala selección de activos, el aumento de los requisitos de capital es la medida adecuada. Teniendo en cuenta la enorme capacidad de innovación, para bien y para mal, del sector financiero, es necesario que, más allá de los requerimientos particulares de capital para distintos tipos de riesgo, se establezca un nivel general mínimo (un apalancamiento máximo), que incluya los distintos tipos de activos. Ese nivel mínimo debe ser superior al de los últimos años, aunque su cumplimiento debe de ser gradual, de manera de evitar un estrés adicional en el sistema en estas circunstancias¹¹.

Tal como se menciona en el punto precedente, este nivel debiera ser ajustado durante el ciclo. Desde ya es necesario aumentar el segmento 1 (Tier 1) bajo la forma de acciones comunes y ganancias retenidas.

Respecto a los requisitos de liquidez debiera haber una relación entre el plazo de los pasivos y de los activos, de manera que cuando mayor sea el plazo de los activos respecto al vencimiento de los pasivos, mayores los requerimientos de liquidez. Además, dado que la volatilidad de los mercados de capitales es mayor que

la de los depósitos, los requerimientos de liquidez debieran ser mayores, para los mismos plazos, cuando mayor sea el pasivo colocado en el mercado de capitales¹².

Sin embargo, si bien estos principios deben guiar la regulación de la liquidez de las entidades, se debe ser cuidadoso en cuanto a cómo se utilizan. Hay dos razones para ello. En términos generales porque la transformación de plazos debe ser una de las tareas del sistema financiero; en particular, porque en los países en desarrollo los plazos de los pasivos son menores que en los países desarrollados, al extremo que una regla que prevea un calce perfecto de los plazos reduce los riesgos de liquidez pero a costa de un sector productivo sin financiamiento de largo plazo.

Por otra parte, en una situación de riesgo sistémico, por más que los activos sean de corto plazo, es difícil cobrarlos sin producir una restricción del crédito que puede llevar a una crisis de solvencia. Una alternativa es que las entidades mantengan en cartera pasivos del sector público como la manera de hacerse de liquidez en el corto plazo, pero esta alternativa es sólo válida para los pasivos del sector público de los países desarrollados. Los pasivos del sector público de los países en desarrollo no son adecuados para este fin, ya que en estos países las crisis suelen producir un aumento del costo del financiamiento del sector público, una tendencia que la liquidación de los bonos gubernamentales agravaría.

Además, no tener flexibilidad en el descalce entre plazos genera, por razones obvias, un aumento del financiamiento externo que lleva a riesgos sistémicos bien conocidos. Por otra parte, las empresas que tienen acceso a los mercados internacionales, son empresas grandes, con lo que se amplifica la dualidad del sistema financiero en relación al tamaño de las empresas.

En el caso de los países en desarrollo, posiblemente más importante que el descalce de plazos es el descalce de monedas. En el contexto de tipos de cambio flexibles las fuertes variaciones en el valor de la moneda aumentan los riesgos de insolvencia durante un período de incertidumbre, al mismo tiempo que incentivan la toma de préstamos en moneda extranjera durante el auge, es decir durante períodos de apreciación de la moneda local. La idea de descalce entre monedas debe ir más allá de analizar la moneda en la que está expresado el activo y el pasivo, ya que dar créditos en moneda extranjera –“calzados” con un préstamo externo- a una empresa cuyos ingresos dependen de la venta de bienes o servicios no comercializables genera similares riesgos de insolvencia al del descalce de monedas.

Como fue mencionado, el restringir el descalce de monedas en el sistema financiero resuelve solamente parte del problema, ya que ello no inhibe a las grandes empresas de endeudarse en el exterior, independientemente de las características de los bienes o

servicios que produzcan. Por lo tanto, sería conveniente que la normativa bancaria sea acompañada de regulaciones para el endeudamiento de las empresas en el exterior, en particular en relación con los plazos de las operaciones.

En síntesis, aumentar los requerimientos de liquidez y de capital es necesario, pero se debe ser conciente de su impacto en el costo del crédito. Entre ambos requerimientos, aunque no son sustitutos, es más importante incrementar el riesgo de los accionistas vía mayores exigencias de capital que incrementar la liquidez de las entidades.

Además de lo arriba mencionado, la otra característica de los requerimientos de liquidez, es que los bancos centrales debieran actuar como prestamistas de última instancia, es decir generar un seguro más barato que el autoseguro de las entidades. Difícilmente pueda argumentarse lo mismo para los requerimientos de capital. Desde ya que ello aumenta el riesgo de los bancos centrales, en especial en el caso en que las dificultades de liquidez escondan problemas de solvencia. Sin embargo, como siempre pasa en economía, deben evaluarse las diferentes alternativas considerando los costos previsibles de distintos requerimientos de liquidez.

Una vez más y como fuera señalado, ello no significa que no haya que distinguir entre entidades dependiendo del matching entre

activos y pasivos. Significa evitar posiciones extremas, como las regulaciones de liquidez implementadas en Argentina durante la década de los noventa, que terminaron generando dificultades para el financiamiento del sector productivo y estimularon la entrada de capitales.

El tamaño de las entidades y el riesgo sistémico. El "demasiado grande para quebrar" ha sido una regla que se ha mantenido durante esta crisis, con la excepción de Lehman Brothers. Las consecuencias de tratar de ignorar esta regla hace innecesario argumentar a favor de mantener este principio en situaciones de crisis. Sin embargo, no puede desconocerse que ello tiende a alentar el excesivo riesgo de estas entidades, como también fomenta fusiones que van más allá de lo razonable desde un criterio de eficiencia y con el solo objetivo de "ser suficientemente grande".

Ante esta realidad hay dos orientaciones de políticas. Una se vincula con los mecanismos de resolución de las crisis, los que son tratados más abajo, pero que requieren un principio básico: en caso de crisis evitar el salvataje de los accionistas; la segunda, es que es necesario incrementar los requerimientos de capital, a partir de cierto nivel, a medida que aumenta el tamaño de una entidad financiera, obviamente cuidando de que no haya créditos entre entidades con iguales accionistas. Encontrar el nivel a partir del cual se exige más capital no es sencillo y requeriría estudios

específicos. En caso de entidades que en la actualidad tengan un tamaño superior a ese nivel, debiera darse un período de tiempo para ajustarse a la nueva situación.

Se podría argumentar que hay una situación en la que la concentración pareciera ser un tema menor en comparación con la crisis sistémica, y es cuando se "solicita" a una entidad que se haga cargo de otra en problemas, un método usado ampliamente en esta crisis, pero también en varias otras. La respuesta no es sencilla, pero pareciera que cuando la entidad en dificultades sea de gran tamaño, es más conveniente intervenirla, manejarla durante un tiempo, dividirla en entidades más pequeñas y luego venderla.

La relación entre préstamos y riesgo. Es imprescindible que la entidad que ha otorgado el crédito vea afectada su utilidad por el recupero del mismo. Las razones son dos, la primera de las cuales se vincula con la información asimétrica: nadie mejor que la entidad financiera que otorga el crédito para conocer las debilidades del deudor; ésa ha sido tradicionalmente la esencia del negocio bancario. Por lo tanto, difícilmente los compradores del crédito tengan la misma capacidad que la entidad originante para evaluar correctamente el riesgo. La segunda, está vinculada a algo tan obvio como es que la precaución para otorgar un crédito es menor cuando menor sea el riesgo. Como consecuencia de ello, si se decide "vender" los créditos mediante la emisión de bonos en el

mercado de capitales, debe ser obligatorio que parte del riesgo permanezca con el prestamista original; la proporción podría ser menor en la medida en que la deuda que quede en manos del emisor original esté subordinada al recupero de los créditos que garantizan el bono.

La transparencia. Como fue mencionado precedentemente, la opacidad ha sido una de las características más acentuadas de esta crisis financiera. Restablecer la confianza y la operación de los mercados requiere, hoy más que nunca, aumentar la transparencia del sistema. Hay al menos tres áreas donde la mayor transparencia aparece como crucial. La primera se refiere a las operaciones que pueden ser contabilizadas fuera del balance de las entidades financieras. Teniendo en cuenta la reciente experiencia debiera reducirse drásticamente estas operaciones y en ningún caso debieran ser capaces de afectar la solvencia de la entidad o, lo que es equivalente, a las empresas fuera del balance que reciban los activos se le deberá aplicar el mismo criterio de valuación que se hubiese aplicado si esos activos hubiesen permanecido en manos de los bancos que originaron la operación. A este fin la decisión de eliminar las regulaciones de Basilea que generaban incentivos para realizar operaciones fuera del balance es un paso en la dirección correcta (BIS, 2009).

En segundo lugar, con el objetivo de restablecer la transparencia en el

mercado de capitales, los instrumentos financieros que se negocien deben ser más fáciles de evaluar. Ello requiere que se detallen los riesgos de la operación en función de la calidad de la cartera que se intenta colocar en el mercado. Operaciones muy sofisticadas, por ejemplo los “paquetes” que sean resultados de “paquetes” previos y en los cuales es difícil evaluar el riesgo deben ser prohibidas o sólo autorizada su venta a inversores sofisticados.

Finalmente, la mayoría de las operaciones de derivados, que alcanzaron un valor de alrededor de 500 billones de dólares, se realizaban over the counter sin registro y sin que hubiera una institución que actuara como clearing del proceso. Es indispensable mantener un registro ordenado de todas las operaciones y una institución que se haga cargo de asegurar que los márgenes de las operaciones estén disponibles.

Debe quedar claro que la transparencia no es sustituta de la regulación. Aún con transparencia seguirá habiendo información asimétrica y externalidades, y por ello será necesario regular¹³.

Las agencias de riesgo. Uno de los problemas con las agencias de riesgo es que al tiempo que calificaban a las entidades o a sus productos recibían el pago de las mismas entidades. Eran por lo tanto juez y parte y, a la luz de los resultados, pareciera que más parte que juez. Lo óptimo sería, entonces, que las agencias no reciban pagos de las entidades a ser

evaluadas, ya sea directamente o vía los instrumentos que emitan. Una manera de hacerlo es que haya un fee que sea automático (bien público) a pagar por los inversores y que la selección de la calificadora no sea realizada por la empresa a evaluar (¿sorteo entre un grupo de empresas seleccionado?).

Complementariamente, estas agencias deberían ser evaluadas por un grupo de profesionales designados a tal efecto y sancionadas cuando se advierta que no han cumplido adecuadamente su tarea.

La retribución a los ejecutivos de las entidades financieras. Los incentivos perversos vinculados con la retribución de los ejecutivos asociadas a las ganancias de corto plazo son evidentes. Se trata de adoptar medidas que relacionen los premios a los beneficios de mediano plazo, lo que implica abonar esos premios en acciones y establecer un plazo mínimo de años para su venta en el mercado. Desde ya esos “bonos” no debieran estar garantizados, sino que debieran depender de la rentabilidad de la institución financiera.

Además, debiera quedar claro que los directivos son responsables, penal y económicamente por operaciones que puedan ser catalogadas como fraude o incumplimiento de las normas y que hayan sido autorizadas por la dirección. Así, los incentivos jugarán en uno y otro sentido, de manera que no haya un sesgo hacia actividades riesgosas.

Resolución de crisis. En muchos países la alternativa en caso de dificultades con una entidad parece ser o su liquidación (Lehman Brothers) o su venta a otra institución, un proceso difícil y que requiere “convencer” a los compradores, pero muy especialmente a los vendedores. Por lo tanto, se requiere un ordenamiento legal que permita intervenir a una entidad financiera desplazando a sus autoridades y sin ningún tipo de pago a los accionistas. Este fue un procedimiento utilizado por España en la crisis financiera de los setenta y en varios países latinoamericanos en varias crisis.

La intervención debiera permitir pagar a los acreedores, total o parcialmente, de acuerdo a los montos que la nueva legislación establezca, que por cierto pueden ser distintos a los criterios establecidos por el fondo de garantía de los depósitos y que pueden incluir otros pasivos. De esa manera habrá la opción de la liquidación, en cuyo caso el único pago será el vinculado a la garantía de los depósitos, y la de la intervención, que puede resultar en mayores pagos, dado los riesgos sistémicos que habría en caso de que sólo se pague a los acreedores cubiertos por la garantía de los depósitos. En la medida en que las autoridades perciban que en circunstancias especiales puede haber mayores riesgos sistémicos, debieran tener la atribución de aumentar esos montos.

De esa manera, se reduce el riesgo moral de los inversores, y lo que es tan importante como ello, permite buscar con un poco más de tiempo una solución a través de la venta total o parcial de la entidad en dificultades a otras instituciones del sistema. Con el objeto de reducir aún más el riesgo moral, y como se menciona en el punto precedente, a ello debiera agregársele una responsabilidad económica y hasta penal de los principales directivos en caso de descubrirse operaciones no autorizadas por la legislación.

Mejores regulaciones no significa eliminar el "apetito" por el riesgo.

Reducir algunos despropósitos que han caracterizado esta crisis no debe confundirse con el intento de limitar severamente la toma de riesgos. Ello no sólo reduciría la capacidad de financiamiento a los sectores productivos, sino que sería un factor que podría generar racionamiento del crédito y de la inversión extranjera directa en los países en desarrollo.

Evitar la tentación de creer que la solución es "narrow banking".

Como ha sido habitual a lo largo de la historia, con las crisis suelen surgir voces que proponen un sistema financiero dual. No es de extrañar entonces que la propuesta de narrow banking haya nacido después de la crisis del treinta de parte de unos profesores del departamento economía de la Universidad de Chicago (Irving Fisher, Henry Simon y otros)¹⁴.

La propuesta consiste en que los bancos que reciben depósitos y que sostienen el sistema de pagos, debieran mantener solamente activos de muy bajo riesgo. De esa manera se garantiza el funcionamiento del sistema de pagos de una manera ordenada y sin riesgos. Asimismo, dada la baja probabilidad de una crisis en este segmento del sistema financiero, el sector público tendría escaso riesgo de tener que aportar recursos para la estabilidad del sistema. Conjuntamente con estos bancos operarían otras entidades financieras sin garantía, implícita o explícita, que harían operaciones más riesgosas. En este mercado las entidades financieras actuarían como otras empresas y, por lo tanto, sujetas a la ley de quiebra.

Los problemas con esta propuesta son de distinto tipo. El más relevante es que si algo ha caracterizado esta crisis es que la misma afectó inicialmente a las entidades que no son parte del sistema de pagos (bancos de inversión y compañías de seguro) y sin embargo fue necesario intervenir para evitar una crisis sistémica. Se podría argumentar acertadamente que la interdependencia entre las distintas instituciones financieras era tal que la caída de otras entidades terminaría por afectar a los tradicionales "bancos de depósitos". Si ese fuera el caso, en el futuro se podría evitar esta interdependencia entre ambos tipos de entidades. Sin duda ello es una posibilidad, pero aún en ese caso, ¿quién estaría dispuesto a soportar una crisis sistémica fuera del sistema de pagos, pero que podría

terminar con un colapso del aparato productivo, ya que todo el crédito para inversión y para capital de trabajo se canalizaría por ese mercado?

La propuesta de ir un paso más allá y convertir a toda esta parte del sistema financiero en fondos mutuales en los que el intermediario no pondría en juego su capital, es intentar eliminar la esencia de cualquier sistema financiero, entre las que esta evaluar el riesgo del prestatario, reducir el riesgo del depositante a través de un conjunto amplio de inversiones y reducir los costos de transacción¹⁵. A nuestro entender, la elección entre las distintas alternativas de esta propuesta, sería elegir entre precipitar crisis relativamente permanentes que no afectarían el sistema de pagos, "excepto" por la solvencia de los que deben realizar los pagos, o renunciar a tener una razonable intermediación financiera, en términos de volumen y costo del crédito.

En todo caso, la propuesta debiera ser justamente la contraria. Lo que se requiere es mejorar la regulación y la supervisión sobre la parte del sistema financiero donde ésta ha estado ausente, como por ejemplo los hedge funds, los seguros de crédito y los derivados. Las deficiencias de la regulación no desaparecen eliminando la regulación.

c. Respetto de los bancos centrales

Uno de los interrogantes a la luz de esta crisis es si los bancos centrales deberían ocuparse, además de la tasa de inflación y, a nuestro entender, del nivel de actividad económica, de las burbujas en el precio de los activos. Dado el impacto que ello puede tener sobre el sistema financiero y sobre la evolución macroeconómica general, sin duda el precio de los activos debe ser una preocupación de los bancos centrales, aunque como se ha dicho en repetidas oportunidades no siempre es evidente que se pueda determinar si se está en presencia de una burbuja en el precio de algún activo. Sin embargo, aceptando que en algunos casos puede haber zonas grises, en muchos otros, como las burbujas inmobiliarias en varios países durante la última crisis, no hay márgenes para dudas.

Ahora bien, la pregunta es cuál es el instrumento a utilizar. Como hemos sostenido en otra oportunidad (Machinea 2009) difícilmente se pueda pedir a un solo instrumento, como es la tasa de interés, que además de ocuparse de la inflación, del nivel de actividad económica y, en algunas circunstancias, del tipo de cambio, también sea utilizada para eliminar las burbujas en el mercado de activos¹⁶. Lo que se requiere para atender el precio de los activos son las políticas contracíclicas a que hemos hecho referencia en relación con la expansión del crédito. Como se mencionó, a las reglas establecidas con este objetivo, se pueden agregar,

ocasionalmente, medidas discrecionales dirigidas a reducir la expansión del crédito en ciertos mercados.

3 - LAS INSTITUCIONES INTERNACIONALES VINCULADAS A LA REGULACIÓN FINANCIERA

Considerando la creciente característica global de las operaciones y de muchas de las entidades financieras, sería conveniente que las regulaciones e inclusive la supervisión sea global. Las ventajas son obvias. Normas similares evitarían la competencia sobre la base de "menores exigencias"; coordinación en la supervisión evitaría la competencia en base a la "flexibilidad" de las regulaciones, como parece haber sido el caso en los últimos años.

Este criterio se debiera aplicar al conjunto de las exigencias sobre capital y liquidez, pero también sobre los mecanismos diseñados para casos de crisis o, al menos, de quiebra de algunas entidades, como es el monto máximo y otras características del fondo de garantía de depósitos. El aumento acelerado y no coordinado del monto de las garantías entre los países europeos durante la última crisis para atraer depositantes a costa de los vecinos, es un claro ejemplo de falta de coordinación y de ausencia de una sana competencia.

Sin embargo, la creación de una Organización Financiera Internacional, como la que sugiere Eichengreen

(2009) parece un punto de partida poco realista, ya que va a ser muy difícil que algunos países desarrollados acepten normas internacionales vinculadas con sus entidades financieras¹⁷. Al respecto, basta con mirar la escasa coordinación durante esta crisis de las medidas en el ámbito financiero tomadas por los países de la Unión Europea, el mejor ejemplo de integración y coordinación en el ámbito global.

Por lo tanto, mientras se insiste en la necesidad de moverse hacia instituciones globales, es necesario proponer alternativas que tomen en cuenta esta realidad política. Un segundo mejor sería acordar normas globales, aunque los países sean los responsables de implementarlas y supervisarlas. Se podría argumentar que eso es lo que ha venido haciendo, en cierta medida, el Foro de Estabilidad Financiera durante los últimos años. Si bien ello es parcialmente cierto, la diferencia estaría dada por las características de algunas de las normas y por el compromiso de que el Foro, o la nueva autoridad en la materia, haga público qué países están o no cumpliendo con la norma y emita una advertencia a los ahorristas en general. El Fondo Monetario Internacional (FMI) debiera tomar en cuenta estas advertencias en sus recomendaciones a los países. Más aún, las entidades financieras de los países que no cumplen las normas no serán, o alternativamente no tienen que ser, aceptadas en otros países. Otra diferencia con el pasado debe ser

que los países en desarrollo deben tener un papel más importante en este foro, ya que las regulaciones no pueden ser idénticas para países con niveles de volatilidad macro, profundización e inestabilidad financiera distinta (Fanelli, 2008). Un vez que se haya probado un esquema de este tipo por varios años, posiblemente sea el momento de pensar en una autoridad de regulación y supervisión global.

De forma complementaria sería razonable que los países que participan de acuerdos de integración avancen más allá de esta propuesta. El caso obvio es el de la Unión Europea, donde resulta difícil de entender la existencia de distintas regulaciones prudenciales, distintas características de los sistemas de garantías de depósitos y distintos mecanismos de resolución de crisis. Pero la recomendación debiera extenderse a los acuerdos de integración en los distintos continentes. De esa manera se iría avanzando con regulaciones similares por bloque de países¹⁸.

Un último comentario. Las regulaciones pueden, y en muchos casos deben, ser distintas en algunos aspectos dependiendo del desarrollo de los mercados financieros y de capitales, pero esas diferencias debieran acordarse en un foro multilateral.

4. EN BUSCA DE UN PRESTAMISTA INTERNACIONAL DE ÚLTIMA INSTANCIA

Las instituciones de Bretón Woods han fallado en alertar sobre los riesgos de la situación previa a la crisis. En gran medida ello ha sido consecuencia de una visión excesivamente sesgada a favor de la desregulación de los mercados, a lo que debe agregársele una asimétrica capacidad de supervisión: considerable en relación con los países en desarrollo y nula respecto a los países desarrollados¹⁹. En particular, la incapacidad del FMI para alertar sobre los problemas vinculados a los desequilibrios globales y a los problemas de los sistemas financieros ha sido notable²⁰. Asimismo, en cuanto a su capacidad para financiar países con problemas de balanza de pagos, los recursos del FMI han disminuido drásticamente. En efecto, sin considerar los nuevos aportes acordados en la reunión del G20 de Londres, el tamaño del FMI se ha reducido desde 1983 (cuando su capital relativo ya era menor que en su origen) a la mitad en relación al PIB mundial, a la cuarta parte si se lo compara con el comercio y a la sexta parte en comparación a las reservas internacionales (IMF, 2007)²¹.

Afortunadamente, la actitud del FMI ante la crisis ha sido mucho mejor que la habitual en estas circunstancias. Ha actuado con mayor rapidez, con mucha menor condicionalidad y ha puesto en marcha una facilidad (Flexible Credit Line) con "condicionalidad previa", es

decir basada en la solidez de las políticas económicas previas a la crisis²². Asimismo, el G20 ha tomado la iniciativa en su reunión en Londres en aumentar los recursos del Fondo en 500 mil millones de dólares a través de distintos mecanismos (G20, 2009).

Hay tres temas que parecen de especial relevancia para un nuevo ordenamiento financiero global: financiamiento para los países en desarrollo en situaciones de dificultades de acceso a los mercados internacionales; alerta sobre los desequilibrios macroeconómicos y una nueva moneda de reserva.

Financiamiento a los países en desarrollo. Las crisis asiática y rusa en 1997-98 han generado tres reacciones de los países en desarrollo: aumento de las reservas internacionales, creación de fondos asociados al precio de las commodities de exportación y aumento de la cooperación financiera regional. La acumulación de reservas internacionales pasaron de representar 5.6% del producto mundial en 1997 a 11.7% en 2007; la consecuente acumulación anual alcanzó los 777 mil millones por año, o sea el 1,5% del producto mundial (United Nations, 2009, capítulo 5). En varios países se crearon fondos donde se ahorraron parte de los ingresos vinculados a los productos de exportación²³. Finalmente, se crearon o profundizaron algunos acuerdos de financiamiento regional para los casos de crisis. El caso más conocido, pero no el único, fue el la iniciativa Chang Mai en el año 2000 en Asia²⁴.

¿Que nos están diciendo estos cambios en las políticas de los países en desarrollo? Básicamente que después de la crisis asiática los países en desarrollo no quisieron depender del FMI dado sus exigencias, en algunos casos absurdas, en esa crisis. La respuesta fue entonces el autoaseguramiento (reservas internacionales y fondos de reserva asociados al precio de los bienes de exportación) y una mayor importancia de las redes regionales. Esa política es la que evitó, al menos parcialmente, que los países en desarrollo tuvieran que seguir, en la actual crisis, una política fiscal procíclica.

Si bien los acuerdos regionales son importantes como complemento del financiamiento internacional, no debieran ser imaginados como sustitutos, salvo por la ausencia de un prestamista de última instancia en caso de crisis. Por otra parte, si bien los fondos tendientes a ahorrar los ingresos extraordinarios en épocas de altos precios de exportación es una método que es esencial para las políticas contracíclicas, lo que tiene escasa lógica y por cierto ninguna equidad, es que los países en desarrollo se dediquen a acumular reservas internacionales financiando a muy bajo costo los déficit público y de la cuenta corriente de Estados Unidos. Por cierto éste no es el único motivo para la acumulación de reservas, ya que en muchos casos esa acumulación responde a los intentos de evitar apreciaciones excesivas de las monedas, ya sea por los fuertes superávit en cuenta corriente como por la entrada de capitales.

Reducir el autofinanciamiento mediante la acumulación de reservas, algo que es funcional a reducir los desequilibrios globales, requiere un FMI que tenga dos características centrales: recursos y confiabilidad por parte de los países en desarrollo de que el financiamiento estará disponibles sin condicionalidad si los países han tenido un comportamiento razonable en el período previo a la crisis.

Nueva moneda de reserva. Los problemas que ocasiona tener una moneda nacional que se utilice como moneda para las transacciones internacionales ha sido un tema recurrente en la literatura desde los trabajos iniciales de Triffin (1961 y 1968). Los inconvenientes son de distinto tipo, siendo el más relevante que la liquidez internacional, y por ende la inflación y el nivel de actividad económica, dependen de la política monetaria del país cuya moneda se usa para las transacciones internacionales, o sea, desde hace décadas, Estados Unidos²⁵. La solución no es, por cierto, agregar más monedas de reserva, por ejemplo el euro, porque lo que se estaría haciendo en ese caso es continuar con el mismo problema, pero ahora extendido a la políticas monetaria de Europa.

Se trata, por lo tanto, de remplazar las monedas nacionales por una moneda internacional que responda a la demanda de reservas internacionales del conjunto de los países. Los derechos especiales de giro, que fueron creados en los

sesenta, parecen una adecuada alternativa a tal efecto y el acuerdo del G-20 para emitir, por primera vez en veinticinco años, 250 mil millones de dólares denominados en DEG es un paso en la dirección correcta. Sin embargo, las dificultades no son menores, empezando por su aceptación por los países desarrollados y siguiendo por su utilización como moneda de reserva por todos los países.

Por otra parte, para que los DEG tengan suficiente liquidez, alguien, y el candidato más evidente es el FMI, debiera estimular la creación de un mercado con suficiente liquidez. Además, más allá de la racionalidad de una solución de este tipo, comienza a haber una creciente desconfianza respecto a que el dólar pueda mantener su valor, incertidumbre que se ha visto potenciada en la actual crisis. Si bien esta desconfianza parece absolutamente exagerada²⁶, el riesgo es que los países comiencen a colocar sus reservas de una manera desordenada en otras monedas o activos en general, lo que podría provocar una situación de alta incertidumbre con efectos claramente negativos sobre el nivel de actividad global.

Los desequilibrios globales. Durante las últimas décadas los desequilibrios de balanza de pagos han sido una fuente de incertidumbre respecto al funcionamiento de la economía mundial. Hubo una época que esos desequilibrios eran discutidos entre los países desarrollados dado el

escaso peso relativo de los países en desarrollo en la economía mundial. Los acuerdos del Plaza y del Louvre fueron la manera en que Estados Unidos por un lado y Japón y Alemania por el otro resolvieron disminuir esos desequilibrios durante la década de los ochenta²⁷. La situación actual es bastante diferente, a pesar de que Alemania y Japón son el segundo y tercer país con mayor superavit de cuenta corriente.

Ahora el principal país superavitario es China, y hay varios países en desarrollo que, de la mano del aumento en el precio de las materias primas, han acumulado grandes superávits. Por lo tanto, una solución bilateral es cada vez más compleja. Se necesita un organismo que supervise las situaciones de desequilibrio en cuenta corriente y que tenga la autoridad suficiente para que los países respondan a sus sugerencias de cómo disminuir esos desequilibrios, que por cierto deben incluir a todos, los superavitarios y deficitarios "estructurales". El FMI es el que está en mejores condiciones de cumplir esa función, algo que ha comenzado a hacer con mayor énfasis desde 2006, pero con escasa influencia en el mundo desarrollado²⁸. Desde ya que ello debe ir de la mano de un cambio más profundo que los acuerdos que se han conocido en las últimas semanas respecto de los órganos de dirección del FMI: es hora de que se reconozca de manera contundente la cada vez mayor importancia de los países en desarrollo.

5. REFLEXIONES FINALES

Hemos pasado revista a los principales desafíos que enfrenta la economía mundial en lo que respecta a su gobernabilidad financiera. Las reformas que se sugieren están en línea con lo que varios informes de organismos internacionales o de grupos de expertos han comenzado a sugerir en los últimos meses. Por otra parte, algunas de estas sugerencias ya se escucharon en ocasión de la crisis de 1997-98. Sin embargo, pareciera que algunas de las reformas están llevando mucho tiempo y se escucha a algunos directivos de bancos hacer declaraciones que ignoran la ayuda que recibieron con la crisis. ¿Tendrán otra vez la capacidad de demorar las reformas que seguramente disminuirán sus rentabilidades en los próximos años pero que permitirían un mundo más estable y posiblemente algo menos inequitativo?

Hace unos meses hubiese dicho que no, pero al ver la falta de avances en las reformas, juntamente con mercados y declaraciones más optimistas, comienzo a tener la impresión de que estamos en un presencia de una situación similar a la de 1997-98, donde la crisis pasó rápidamente y las reformas fueron olvidadas en poco tiempo. No sólo sería una oportunidad perdida para dar pasos en dirección de un mundo más estable y equitativo, sino también una injusticia para quienes finalmente tendrán que pagar la factura de los excesos en el mercado

financiero, que no son otros que los contribuyentes.

Asimismo, a lo largo de este artículo hemos visto que no alcanza con las reformas de los sistemas financieros nacionales; la interconexión de los sistemas financieros exige avances de coordinación como el mundo no ha visto durante décadas. Es necesario que en este ámbito, como en otros, se comiencen a construir las necesarias instituciones que ayuden a mejorar la gobernabilidad de la globalización.

Seguramente algunos de los cambios deberán a ser graduales, pero es necesario dar ciertos pasos concretos en el corto plazo, tales como acordar en el ámbito global las reformas de los sistemas financieros nacionales y comenzar a ejecutarlas, ser capaz de señalar aquellos países que están incumpliendo lo acordado y generar

una presión para que se alineen con las nuevas normas y potenciar al Fondo Monetario Internacional en su papel de supervisor de los desequilibrios globales y prestamista de última instancia para los países emergentes.

Un comentario final. La coordinación global requiere de la participación de todos los actores: países desarrollados y países en desarrollo. Sin los primeros es imposible que haya reformas relevantes en el manejo de los sistemas financieros nacionales, ni habrá coordinación de políticas a nivel global. Sin los segundos, no sólo los acuerdos perderán legitimidad política y crecientemente económica, sino que, además, no tomarían en cuenta las particularidades del mundo en desarrollo, con su impacto negativo sobre el crecimiento y la equidad

NOTAS AL FINAL:

¹ Europa Central y del Este con una menor historia de crisis cometió los errores que durante los ochenta y los noventa fueron propiedad de varios países latinoamericanos y de algunos asiáticos: excesiva entrada de capitales con los consiguientes altos déficit en cuenta corriente y apreciación cambiaria y préstamos en moneda extranjera para actividades de bienes no comercializables.

² Las agencias de riesgo que deberían haber cumplido ese papel de manera de reducir los “costos de transacción” fueron más bien funcionales a las entidades financieras y a la opacidad del sistema.

³ Este costo puede medirse por la menor intermediación del sistema financiero ante una retirada de depósitos, la incertidumbre que ello generaría en el conjunto de la economía y los costos asociados a la eventual quiebra de otras entidades, por ejemplo por el esquema de garantía de depósitos.

⁴ Galbraith (1967) nos alertaba de esta realidad del capitalismo hace más de cuatro décadas.

⁵ La literatura de los últimos meses muestra que las propuestas sobre las reformas son abundantes. Véase por ejemplo The High Level Group on Financial Supervision “de Larosiere Group” (2009), Financial Stability Forum (2009a y 2009b), Bank for International Settlements (2008 y 2009) y United Nations (2009).

⁶ Argentina es un caso paradigmático. El Banco Mundial calificó en 1999 al sistema financiero argentino como el segundo, después del de Singapur, menos vulnerable del mundo. Dos años más tarde el sistema financiero había colapsado en medio de una gran crisis económica.

⁷ Véase, José Antonio Ocampo (2003) y Claudio Borio (2009).

⁸ Innovaciones es una manera elegante de denominar a las que, en muchos casos, son simples mecanismos para eludir el cumplimiento de las normas.

⁹ La alternativa son variaciones procíclicas de las previsiones, que demandan más capital durante el auge y menos durante las contracciones.

¹⁰ Para una discusión detallada de ésta y otras alternativas véase, Claudio Borio (2009).

¹¹ El tiempo permitido para la convergencia debería ser más breve si las entidades distribuyen utilidades.

¹² La mayor volatilidad se explica en parte por mayor información y en parte porque gran parte de los depósitos están garantizados.

¹³ Para una visión donde la transparencia pareciera sustituta de la regulación, véase Caprio (2009).

¹⁴ Para una propuesta en esta línea a la luz de la presente crisis, véase John Kay (2009) y De Grauwe (2008).

¹⁵ Para esta propuesta véase C. Chamley and Laurence Kotlikoff (2009).

¹⁶ Una política como la de la Reserva Federa que vela por el nivel de actividad económica y la inflación es posible, claro que para ello se requiere un alto nivel de reputación. Aún más, creemos que en los países en desarrollo, también debe ser preocupación de los bancos centrales el nivel de tipo de cambio, aunque los instrumentos para este objetivo no tienen por qué ser necesariamente las tasas de interés.

¹⁷ Aunque es justo reconocer que Eichengren reconoce esas limitaciones, pero supone que este nuevo organismo podría tener un funcionamiento similar a la Organización Mundial de Comercio.

¹⁸ Véase el capítulo 4 del High Level Group on Financial Supervisión in the EU (2009).

¹⁹ La capacidad de influir en los países en desarrollo había disminuido considerablemente en los años previos a la crisis como resultado de la "bonanza global" durante ese período.

²⁰ Algo similar cabe decir de la posición del Banco Mundial respecto al sistema financiero, que durante años insistió en mayor desregulación y la eliminación de las restricciones al movimiento de capitales.

²¹ En 1983, la capitalización del FMI equivalía a 1,2% del PIB, 6,7% del comercio y 27% de las reservas, mientras que esos porcentajes cayeron en 2009 a 0,6%, 1,7% y 4,5%, respectivamente.

²² Véase IMF (2009b) para las medidas anunciadas en marzo del corriente año tendientes a facilitar los préstamos a los países en desarrollo.

²³ Aunque en algunos casos los compromisos de ahorro no se cumplieron porque en el período de aumento en el precio de los productos de exportación la ley fue modificada total o parcialmente, para dar margen a un mayor gasto público.

²⁴ Véase también un análisis respecto a la posibilidad de ampliar el funcionamiento del Fondo Latinoamericano de Reservas en J.L. Machinea y D. Titelman (2007).

²⁵ Véase, para una discusión actual, United Nations (2009) y Ocampo (2009).

²⁶ Véase al respecto Martin Wolf (2009).

²⁷ El resultado del acuerdo fue una devaluación del dólar de más del 40% en dos años y un aumento de la absorción por los dos principales países superavitarios, Alemania y Japón.

²⁸ Ese arreglo podría ir acompañado de la creación de un Comité Internacional que analice la evolución de la economía mundial y sugiera distintos cursos (United Nations, 2009).

BIBLIOGRAFÍA:

Bank for International Settlements (2009), *79th Annual Report*, Basilea, Junio.

_____ (2008), *78th Annual Report*, Basilea, Junio.

Borio, Claudio (2009), "Implementación del enfoque macroprudencial en la regulación y la supervisión bancaria" en José A. Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steimberg (Eds.), *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, Empresa Global, Madrid.

Borio, Claudio and M. Drehmann (2008), "Towards an operational framework for financial stability 'fuzzy' measurement and its consequences", 12th Annual Conference of the Banco Central de Chile, *Financial stability, monetary policy and central banking*, Santiago, 6–7 November.

Caprio, G. Jr. y Williams College (2009), "Financial Regulation in a Changing World: Lessons from the Recent Crisis", *Department of Economics Working Papers*, Williams College, Massachusetts, Septiembre.

Chamley, C. and Laurence J. Kotlikoff (2009), "Putting an end to financial crises", *Financial Times*, January 27th.

De Grauwe P. (2008), "Returning to narrow banking", en Barry Eichengreen y Richard Baldwin (Eds.), *What G20 leaders must do to stabilise our economy and fix the financial system*, EUVox.org Publication, Londres.

Eichengreen, Barry (2009), "Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture", *International Monetary Fund, Working Paper (WP/09/116)*, Washington D.C., Mayo.

Fanelli, J. M. (2008), "Macro volatility and financial institutions", en Fanelli, J. M. (Ed.), *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures, The Developing World Experience*, Palgrave Macmillan, Nueva York.

Financial Stability Forum (2009a), *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, Abril.

_____ (2009b), *Improving Financial Regulation*, Septiembre.

Galbraith, J.K. (1967), *The New Industrial State*, Houghton Mifflin, Boston.

G-20 (2009), London Summit, Leader Statement, 2 de abril.

Goodhart, C. y A. Persaud (2008), "How to avoid the next crash", *Financial Times*, Nueva York, 30 de enero.

High Level Group on Financial Supervisión in the EU (*de Larosiere Report --2009*), Bruselas, febrero.

International Monetary Fund (2009a), *World Economic Outlook. Sustaining the Recovery*, Washington D.C, Octubre.

_____ (2009b), *IMF implements major lending policy improvements*, IMF, Marzo 24th.

_____ (2007), *Thirteenth General Review or Quotas. Assessing the Adequacy of Fund Resources*, IMF, November 27th.

Kay, John (2009), *Narrow Banking: The Reform of Banking Regulation*, Centre for the Study of Financial Innovation, September 15th.

Machinea, José Luis (2009), "Crisis financiera: orígenes, evolución y riesgos", *Documento de Trabajo N° 7 – Parte I*, Instituto de Estudios Latinoamericanos, Universidad de Alcalá.

Machinea, J.L. y D. Titelman (2007), "¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales", *Revista de la CEPAL*, N° 91 (LC/G.2333-P), Santiago de Chile.

Ocampo, Jose A. (2009), "Los derechos especiales de giro y el sistema mundial de reservas" en *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, en José A. Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steimberg (Eds.), Empresa Global, Madrid.

_____ (2003), "Capital-account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries", *Informes y estudios especiales de la CEPAL*, serie 6, Santiago de Chile.

Triffin, Robert (1968), *Our International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*, Random House, New York.

Triffin Robert (1961), *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, New Haven, Yale University Press, Connecticut.

United Nations (2009), "Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly", en *Reforms of the International Monetary and Financial System*, United Nations, New York, September 21st.

Wolf, Martin (2009), "The rumors of the dollar's death are much exaggerated", *Financial Times*, October 13th.

José Luis Machinea. Algunas reflexiones respecto a las reformas de la arquitectura financiera en el ámbito nacional e internacional.



**INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social**



**Universidad
de Alcalá**

**INSTITUTO DE ESTUDIOS
LATINOAMERICANOS (IELAT)**

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

**Parte III: El impacto de la crisis en América
Latina: una mirada de corto y mediano plazo**

José Luis Machinea

**SERIE IAES-IELAT: DOCUMENTOS DE TRABAJO
CONJUNTOS**

01/2010

EL IMPACTO DE LA CRISIS EN AMERICA LATINA: UNA MIRADA DE CORTO Y MEDIANO PLAZO*

RESUMEN:

El artículo comienza señalando que, a diferencia de lo que se suele afirmar, el impacto de la crisis financiera sobre la tasa de crecimiento del mundo en desarrollo fue similar a la de los países desarrollados. América Latina no fue por una excepción y sufrió una fuerte recesión a fines de 2008 y comienzos de 2009, de la que se viene recuperando desde entonces. Al respecto se considera la importancia que los factores financieros y los reales tuvieron sobre la evolución de los distintos países de la región. Asimismo, se discuten las principales causas que explican la recuperación y su sostenibilidad. Dado que los efectos de la crisis internacional no sólo serán de corto plazo, sino que es posible que afecten el ordenamiento de la economía mundial y la estructura productiva de las distintas regiones, en el artículo se discuten aquellas cuestiones que podrían tener un impacto sobre la región. Ejemplo de ello son la gobernabilidad de la globalización, el crecimiento futuro de la economía y del comercio mundial, el dinamismo de las distintas regiones, el cambio tecnológico y la deslocalización de la producción.

Palabras clave: Impacto de la crisis, países desarrollados, países en desarrollo, recuperación económica, gobernabilidad de la globalización, cambio tecnológico.

ABSTRACT

The article begins pointing out that the impact of the financial crisis on the growth rate of developing countries was quite similar to the one on the developed world. Latin America was not an exception, suffering a strong recession at the end of 2008 and beginning of 2009. The importance that the financial and real factors had on the evolution of the different countries in the region is analyzed, as well as the main causes behind the recovery process and its sustainability. Since the international crisis could have effects on the world economy, including the global economic order and the productive structure of different regions, the article discusses those issues that could have an effect on the region in the medium term. Examples of them are the governance of globalization, the expected growth of the world economy and global trade, the dynamism of the different regions, the technological change and the relocation of production.

Key words: Impact of the crisis, developed countries, developing countries, economic recovery, governance of globalization, technological change.

AUTOR:

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

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

INDICE

1 – Introducción.....	81
2 – ¿Desacople del mundo en desarrollo?.....	82
3 – América Latina: a pesar de la menor vulnerabilidad fuerte impacto en el crecimiento.....	87
4 – Los efectos de mediano plazo en la economía mundial y en la región.....	99
5 – En síntesis	112
Anexo.....	115
Notas al final	116
Bibliografía.....	119

1 – INTRODUCCIÓN

Han transcurrido veinte meses desde que la crisis financiera global con epicentro en Estados Unidos ha sacudido al mundo. La crisis comenzó alrededor de mediados de 2007, pero no hay duda de que la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 actuó como el disparador que la potenció hasta niveles nunca vistos desde la Gran Depresión.

Si bien es cierto que su profundidad y duración han sido mucho menores de lo que se preveía a comienzos de 2009, su impacto en el mundo desarrollado en términos del nivel de actividad económica no reconoce parangón desde la segunda guerra mundial. A su vez, el efecto en los países en desarrollo ha sido considerable, aunque con una gran variabilidad dependiendo de su vulnerabilidad a los *shocks* financieros, asociada a algunas variables clave, como el desequilibrio de la cuenta corriente, el nivel de endeudamiento público y externo, el ritmo de vencimiento de esa deuda, la rigidez del tipo de cambio y la fragilidad del sistema financiero local.

En el caso de América Latina el impacto ha sido menor que el esperado, básicamente como resultado de la escasa relevancia, con excepción de los primeros cuatro o cinco meses que siguieron a la caída de Lehman Brothers, del impacto a través del canal financiero. Ello se vincula con una macroeconomía más sólida que en el pasado, medida en

términos de varios de los indicadores arriba mencionados. Por lo tanto, el impacto se manifestó básicamente a través del canal real, afectando de manera diferente a los países dependiendo, entre otras cosas, de su grado de apertura al movimiento de bienes y servicios, y del ingreso de transferencias de emigrantes.

Más allá de los efectos de corto plazo, es probable que la crisis genere cambios en varios aspectos, tales como la gobernabilidad, el ritmo de crecimiento y la estructura productiva de la economía mundial, cambios que sin duda habrán de afectar las posibilidades de desarrollo de América Latina en el mediano y largo plazo.

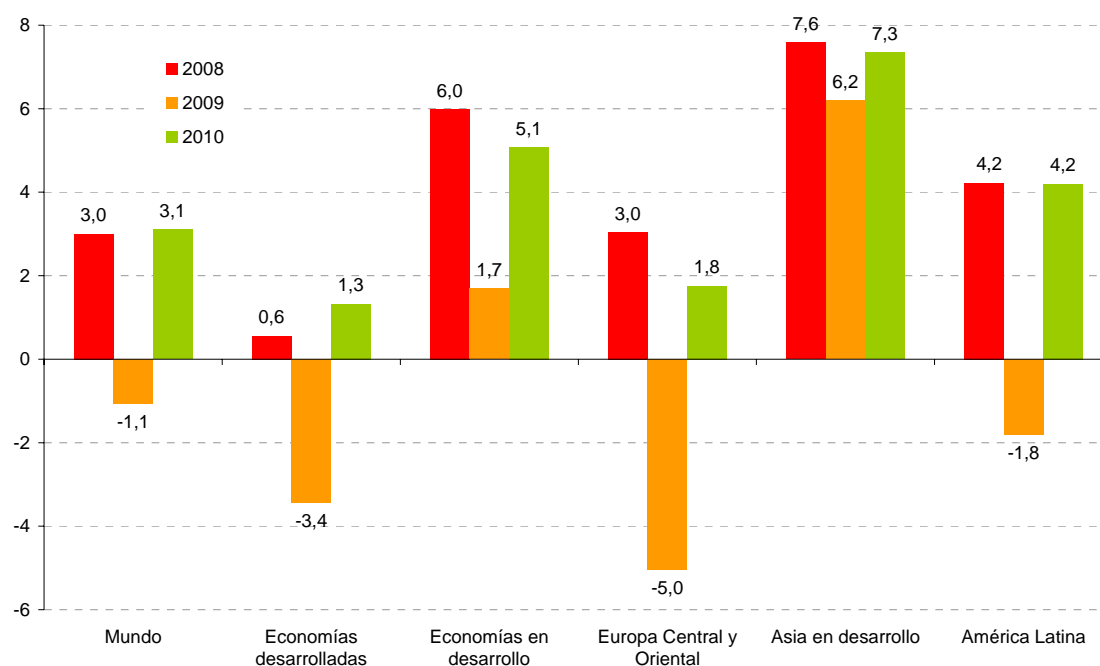
El artículo está organizado de la siguiente manera. En la próxima sección se discute el impacto de la crisis en el mundo desarrollado y en los países en desarrollo, medida no sólo en términos de las tasas de crecimiento o decrecimiento en 2009 y de lo previsible para 2010, sino también de un indicador que parece más adecuado como es la variación en el ritmo de crecimiento en relación con los años previos. En la sección tres se analiza el impacto de la crisis en América Latina, tanto en términos del nivel de actividad económica como de su efecto en el empleo y la pobreza, como así también de las razones que explicarían las diferencias entre países. Allí también se discute las principales características de la recuperación que está teniendo lugar al momento de escribirse este artículo. La cuarta sección analiza en qué medida la crisis por la que ha

pasado la economía mundial resultará en cambios profundos en el escenario internacional, desde la gobernabilidad de la globalización y el ritmo de crecimiento de la economía mundial hasta la estructura productiva resultante. Asimismo, se evalúa en qué medida estos cambios pueden afectar las perspectivas de crecimiento en el mediano plazo. En la última sección se vuelcan algunas conclusiones

2 – ¿DESACOPLE DEL MUNDO EN DESARROLLO?

El Gráfico 1 parece confirmar la visión de que la crisis habría afectado en mayor medida a las economías desarrolladas que a los países en desarrollo, una percepción asociada a la poca o nula relevancia de estos últimos en el origen y propagación de la crisis.

GRÁFICO 1
Tasas de crecimiento
Variación interanual, paridad de poder adquisitivo



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

Esta visión ha llevado a algunos analistas y a varios líderes políticos a creer que la crisis quedaría restringida

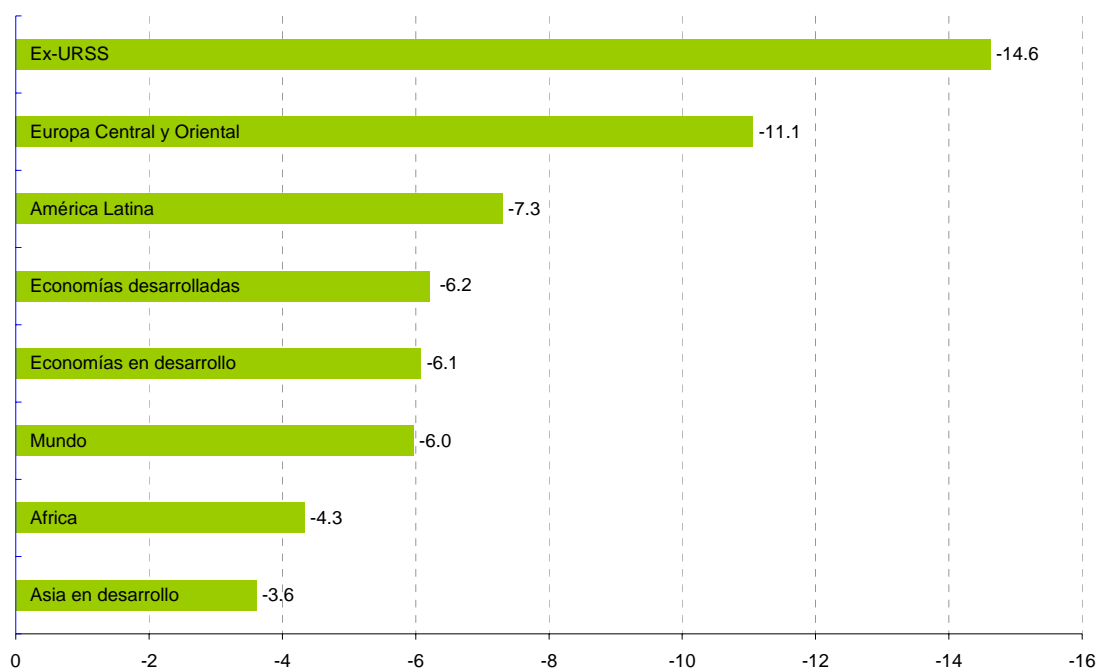
a los países en los que se originó, en especial Estados Unidos. Un obvio

contrasentido dadas las características del proceso de globalización.

Sin embargo, un indicador mas apropiado, como es la disminución del ritmo de crecimiento, nos muestra que el efecto sobre los países en desarrollo ha sido similar al acaecido en el mundo desarrollado. En efecto, tal como muestra el Gráfico 2, la caída en el ritmo de crecimiento en ambas regiones ha sido de 6,1 y 6,2 puntos porcentuales,

respectivamente, cuando se compara el período 2005-2007 con 2009.¹ Más aún, considerando la debilidad o inexistencia de los sistemas de protección social en muchos países en desarrollo, es indudable que el impacto en términos de pérdida de bienestar y aumento de la pobreza habría sido mayor en el mundo en desarrollo.

GRÁFICO 2
Variación en las tasas de crecimiento
2009 vs. promedio 2005-2007; puntos porcentuales



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

Un análisis respecto a las formas en que la crisis financiera, con epicentro en Estados Unidos, afectó a los países según su grado de desarrollo nos

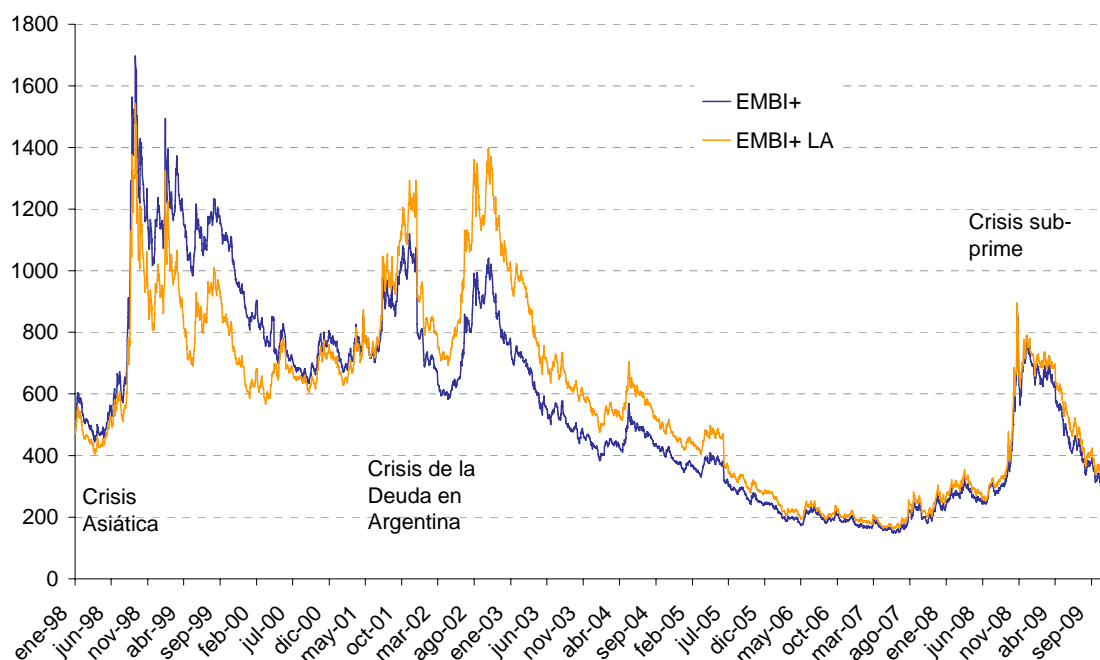
muestra que el impacto en el resto del mundo desarrollado se dio a través de dos canales: el real y el financiero. El primero se vincula con el gran

intercambio de bienes y servicios entre estos países. Por su parte, el efecto vía el canal financiero se hizo sentir a través de dos factores. En primer lugar, una restricción financiera que hizo casi imposible para las empresas privadas, y en particular para los bancos, acceder al mercado de crédito hasta fines del primer trimestre de 2009, excepto a través de las garantías otorgadas por el sector público. En segundo lugar, y de una forma más estructural, porque algunos bancos de los países desarrollados tenían en sus activos un valor importante de bonos basura emitidos por las entidades financieras de Estados Unidos, o compartieron con este país la burbuja del mercado inmobiliario.

A diferencia de ello, el impacto en el mundo en desarrollo se manifestó, después de los primeros meses, básicamente a través del canal real. Ello contrasta con la experiencia de crisis previas. La razón debe buscarse en la mayor solidez de los sistemas financieros y en un mejor comportamiento de las cuentas externas y las públicas, expresadas en menores niveles de deuda pública, superávit en cuenta corriente o, al menos, niveles de déficit razonables,

elevados niveles de reservas y una menor deuda externa. La evolución del riesgo país de los países en desarrollo en comparación con otras crisis es una manifestación de esa menor vulnerabilidad (Gráfico 3). Esta afirmación no ignora el impacto sobre el conjunto de las economías en desarrollo de mercados financieros absolutamente cerrados durante los cuatro meses posteriores a septiembre de 2008. Lo que estamos subrayando es que una vez que se inició cierta "normalización" de los mercados financieros, los países en desarrollo no sufrieron por la descapitalización de sus entidades financieras. La excepción a este comportamiento son los países de la ex-URSS y de Europa Central y Oriental, que han mostrado en esta crisis características similares a las que padecieron los países en desarrollo, y en especial América Latina, por años: alto endeudamiento en moneda extranjera, elevados déficit en cuenta corriente, muchas veces acompañados de grandes déficit fiscales, y sistemas financieros escasamente regulados y peor supervisados. El resultado ha sido un sustancial mayor impacto de la crisis en muchos de estos países (Gráfico 2).

GRÁFICO 3
Emerging Markets Bond Index (EMBI+) Total y EMBI+ América Latina
 En puntos base



Fuente: CEPAL, sobre la base de información de J.P.Morgan.

El impacto a través del canal real se transmitió por varias vías: el comercio de bienes y servicios, las remesas de emigrantes y los flujos de inversión extranjera.

En relación con las remesas, la disminución prevista para 2009 en el ámbito global es de alrededor de 7% y se espera una leve recuperación para 2010, aunque difícilmente se alcancen los niveles de 2008 hasta 2012. El impacto sería mayor en Europa Central y Oriental y en América Latina, cuyos países dependen más de remesas de los países desarrollados que otras regiones.²

Por su parte el comercio mundial se redujo casi 12% a lo largo de 2009, siendo algo mayor la disminución en los países desarrollados.³ La caída en el comercio, si bien extremadamente importante, ha tenido un menor efecto en algunos países en desarrollo del que se supondría al considerar la participación de las exportaciones en el producto, como consecuencia del elevado contenido importado de ciertas exportaciones industriales. China es posiblemente un buen ejemplo, con un cociente de exportaciones sobre el producto de 37%, pero con un valor agregado que posiblemente no supera al 20%, al menos en relación con las exportaciones dirigidas a Estados

Estados Unidos y Europa ⁴. Ello explicaría por qué el fuerte aumento de la inversión pública en China ha sido suficiente para compensar gran parte de la disminución de las exportaciones, que se redujeron en torno al 20% interanual en los primeros nueve meses de caída (noviembre de 2008 a julio de 2009).

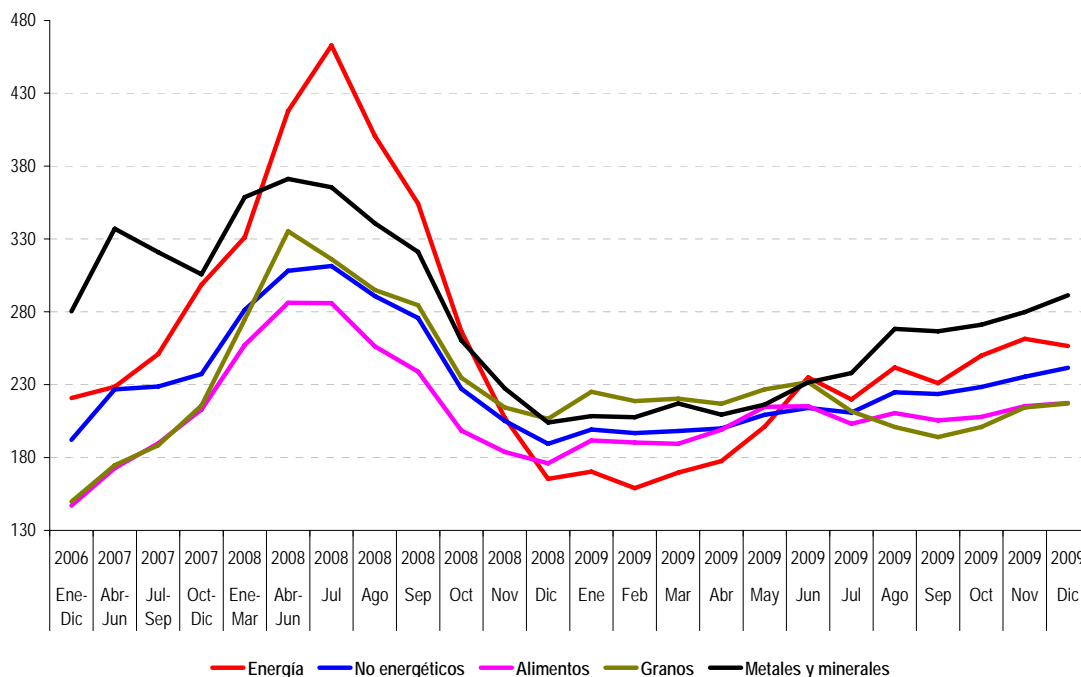
El turismo fue una de las actividades económicas que más sintieron el impacto de la crisis, principalmente en los tres primeros trimestres de 2009. Sin embargo, gracias a la incipiente recuperación económica, esta actividad presentó un incremento en el último trimestre, provocando que los resultados para el año en su conjunto no fueran tan decepcionantes como lo previsto inicialmente. De esta forma, según la Organización Mundial del Turismo las llegadas de turistas internacionales disminuyeron un 4% en 2009. En América Latina la contracción habría sido mayor, debido al factor extraordinario que generó, fundamentalmente en México, la epidemia causada por la denominada gripe porcina (virus A, H1N1).

A su vez, en 2009 la inversión extranjera directa (IED) se habría reducido alrededor de 35%, como consecuencia del menor

financiamiento provocado por la escasez de liquidez internacional, así como por la mayor incertidumbre acerca del futuro de la economía.

Finalmente, la caída de la demanda mundial también alcanzó a los bienes primarios. El Gráfico 4 muestra la evolución de los precios de estos bienes. Como allí puede verse los precios recuperaron parte de la caída de fines de 2008 y comienzos de 2009 desde el segundo trimestre de 2009. Los precios de los minerales y el petróleo fueron los que más disminuyeron durante los primeros meses de la crisis. Es interesante notar que la disminución en el precio de los alimentos fue relativamente pequeña, en un claro contraste con la caída de precios durante la crisis de los treinta. Dos factores lo explican. El primero, la relativa rápida recuperación en esta crisis; el segundo, la fuerte mejora en los mecanismos de protección social en el mundo desarrollado que, a diferencia de la década del treinta, evitaron que hubiera un episodio de fuerte caída en la demanda de alimentos en esos países; aún en varios países en desarrollo, los programas alimentarios de emergencia lograron prevenir una situación generalizada de reducción en el consumo de alimentos.

GRÁFICO 4
Precios de los commodities
 Índice base 2000 = 100



Fuente: Banco Mundial

3 – AMÉRICA LATINA: A PESAR DE LA MENOR VULNERABILIDAD FUERTE IMPACTO EN EL CRECIMIENTO.

Las características y los canales del impacto de la crisis

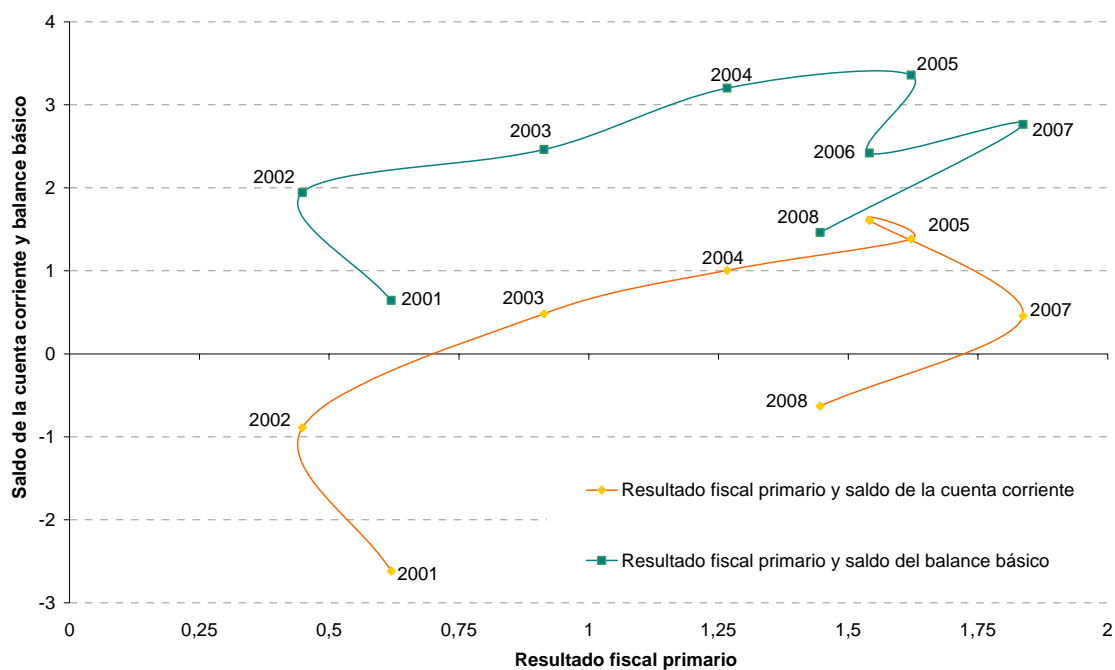
La caída de la actividad de América Latina habría alcanzado a 1,8% del producto en 2009, aunque la diferencia entre países va desde el aumento de 3,5% en Bolivia hasta una caída de más del 6,5% en México, el país más afectado por varios de los factores mencionados, incluyendo el relativamente elevado financiamiento externo de las empresas mexicanas. Sin embargo, la disminución en el

ritmo de crecimiento de América Latina es similar al conjunto de los países en desarrollo, al menos cuando se excluye a China e India, y menor a la reducción en el ritmo de crecimiento de Europa Central y Oriental (Gráfico 2). A la luz de otros *shocks* externos, este relativo buen comportamiento de la región, en relación con otros episodios de turbulencias internacionales, se explica en gran medida por las características del crecimiento en los años previos a la crisis, un crecimiento que tuvo como un rasgo distintivo la reducción de la vulnerabilidad de la mayoría de los países a los *shocks* internacionales. En efecto, la crisis comienza después

de varios años de superávit fiscal primario y de superávit en la cuenta corriente.⁵ Más aún, durante varios años y de una manera atípica, las altas tasas de crecimiento se dieron simultáneamente con un aumento del superávit de la cuenta corriente (Gráfico 5). Ese proceso, junto con un fuerte incremento de las reservas

internacionales, en muchos casos resultó del intento de evitar una excesiva apreciación del tipo de cambio y una excesiva dependencia del financiamiento externo en caso de crisis, mejoró de manera sustancial distintos indicadores de endeudamiento (Gráfico 6).

GRÁFICO 5
Resultado fiscal primario y del sector externo
% del PIB



Fuente: CEPAL

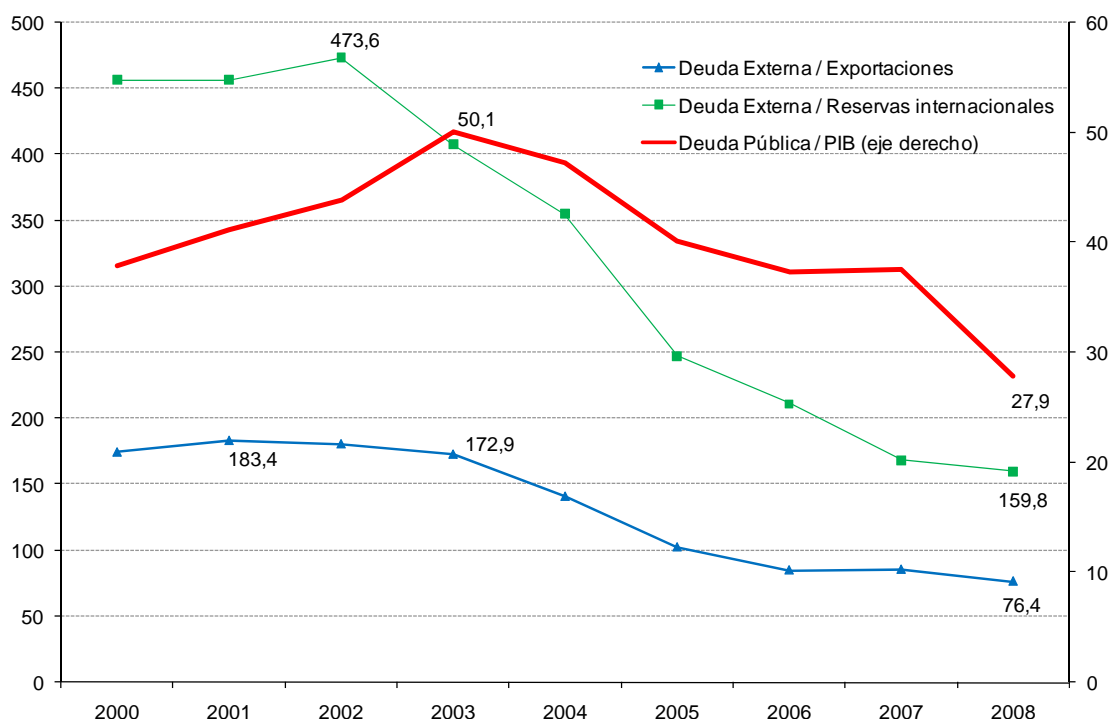
Adicionalmente, las entidades financieras de la región no enfrentaron dificultades, salvo aquellas vinculadas con la situación de su casa matriz en el caso de algunos bancos extranjeros. Esta menor

fragilidad de los bancos de la región se explica, básicamente, por las enseñanzas de las crisis previas que resultaron en una mejor regulación y supervisión del sistema financiero. Por lo tanto, no es de extrañar que el

impacto positivo de esta situación sobre las expectativas, al menos en relación a crisis previas, fuera determinante para que el canal

financiero, si bien generó problemas iniciales graves para muchas empresas de la región, no actuara como principal transmisor de la crisis.

GRÁFICO 6
Deuda Pública y externa



Fuente: CEPAL

Por lo tanto, el *shock* externo se manifestó, como fue el caso de las mayorías de las economías en desarrollo, por la vía del canal real, es decir directamente sobre la demanda agregada. Variables clave de este *shock* fueron el volumen de comercio, el precio de las exportaciones e importaciones, el turismo, las remesas y el monto de inversión

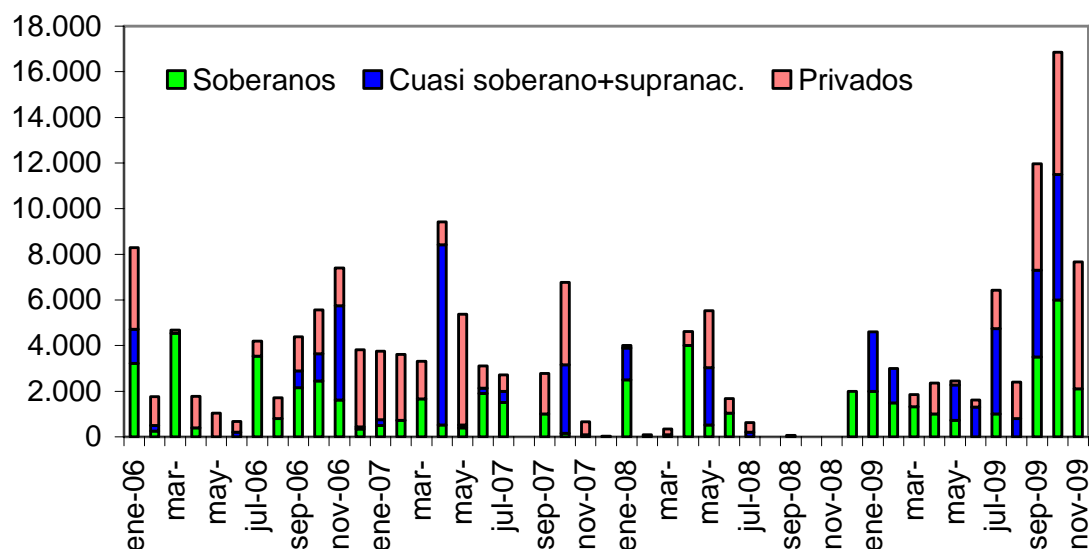
extranjera (CEPAL, 2008^a y 2009^a, y Machinea y Zack, 2010).

Además, dado que todas estas variables afectan no sólo la demanda, sino también la cuenta corriente y, considerando la inversión directa extranjera, el balance básico, era esperable que el efecto también se haga sentir en las necesidades de financiamiento externo, es decir algo

equivalente a un "sudden stop" en el flujo de capitales.⁶ Sin embargo, la corta duración de la restricción al acceso a los mercados internacionales de capitales de muchos de los países de la región (Gráfico 7), junto a la utilización de las reservas internacionales mientras no hubo acceso al crédito (las reservas disminuyeron en 37.000 millones de dólares entre el último trimestre de 2008 y el primero de 2009), redujeron fuertemente el traslado del

impacto sobre el financiamiento externo a la esfera real de la economía. De esa manera, el efecto de la demanda externa, al menos a lo largo del año 2009, fue el principal responsable de la disminución de la demanda agregada.⁷ Sin embargo, cabe destacar que los trimestres en los que efectivamente operó la restricción financiera (es decir, principalmente durante el último de 2008 y primero de 2009) fueron los de mayor caída del producto.⁸

GRÁFICO 7
Emisiones de deuda soberana de América Latina
En millones de dólares



Fuente: CEPAL

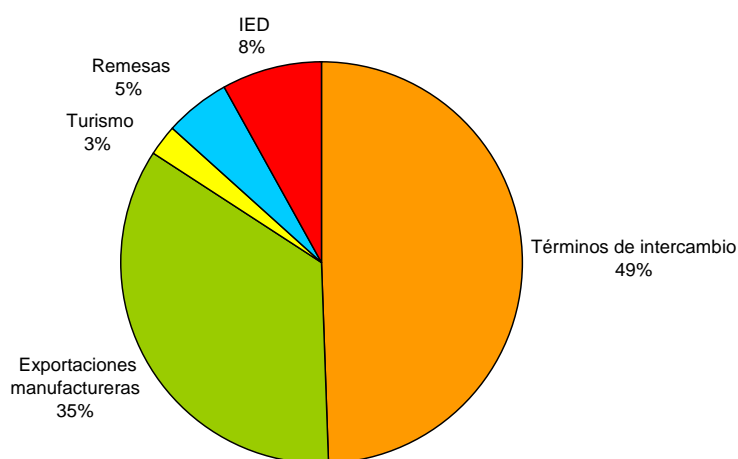
En un intento de medir, al menos de forma aproximada, el impacto del shock externo sobre la demanda agregada de la región, se procedió a

realizar ciertos supuestos acerca de las variables consideradas más relevantes. Al respecto, se ha asumido una disminución del volumen

físico de las exportaciones industriales del 15%, de las remesas del 12% y de 8% en el turismo, y una caída del 35% de la inversión extranjera.⁹ Se supone que estos porcentajes son iguales para todos los países. A diferencia de ello, los términos de intercambio cambian por país e implican una caída del 8% para el

promedio regional.¹⁰ El resultado obtenido fue un impacto sobre la demanda del orden del 4% del PIB regional. El Gráfico 8 muestra la importancia de cada uno de estos efectos, los que, obviamente, difieren de forma considerable por sub-regiones.¹¹

GRÁFICO 8
Importancia de los efectos de la crisis en términos del PIB de América Latina



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

El valor de la caída estimada de la demanda es inferior a la desaceleración del crecimiento, que fue superior a los 7 puntos. La diferencia puede deberse a un conjunto de factores, por ejemplo, a que a la caída inicial de la demanda es

necesario agregarle el efecto del multiplicador keynesiano. Una estimación a mano alzada a partir de las propensiones medias a consumir y a importar da un multiplicador promedio de 2,2, por lo que el efecto total sería de 9 puntos del PIB.¹²

Además de las dificultades para estimar el efecto del *shock* externo sobre la demanda agregada, es necesario tener en cuenta que el resultado final en términos de la variación del producto depende de la capacidad de los gobiernos de implementar políticas contracíclicas. Tal como se ha discutido en un artículo previo (Machinea, 2009^a) los países de la región han tenido habitualmente escasa capacidad para implementar políticas contracíclicas, dado la dificultad de acceder al financiamiento en épocas de crisis. Sin embargo, en esta oportunidad, una actitud algo más prudente en el período previo les permitió a algunos gobiernos implementar políticas contracíclicas, tanto del punto de vista monetario como fiscal (CEPAL, 2009^b).

Naturalmente, hay diversos factores que influyeron en la capacidad de los países para reaccionar una vez desatada la crisis. Interesa destacar particularmente el vinculado al comportamiento de los gobiernos frente a los mayores ingresos del sector público en la etapa de crecimiento, como consecuencia de los superiores precios de exportación y, en menor medida, del aumento de la actividad. En la medida en que estos ingresos no fueron gastados en su totalidad, sino que se ahorraron parcialmente, bajo el supuesto que había un componente transitorio en la creciente recaudación, el país contó con una mayor cantidad de recursos para hacer políticas contra-cíclicas una vez revertido el ciclo. Obviamente las actividades precautorias difirieron

considerablemente entre países, tal como se discute en el próximo apartado. Por ejemplo, en Chile la mayoría de los ingresos asociados al aumento del precio del cobre se ahorraron durante la fase expansiva del ciclo, lo que le permitió ser uno de los países más activos en relación con las políticas fiscales activas. Si bien es cierto que ésta no ha sido la conducta de la mayoría de los gobiernos de la región, también se debe reconocer que la situación fiscal durante la fase expansiva mejoró a medida que pasaba el tiempo.

En definitiva, si bien la región estuvo muy influida por el contexto internacional, tanto en la etapa de auge, como en la crisis, es justo reconocer que hubo comportamientos más responsables por parte de muchos países, lo que permitió disminuir el impacto del *shock* externo, fundamentalmente en lo que respecta al canal financiero, a la vez que le dieron más capacidad para la realización de algunas medidas contra-cíclicas una vez recibido el impacto de la crisis, las que por cierto tuvieron una magnitud de 0,6% del PIB en 2009 (Izquierdo y Talvi, 2010), menor a la anunciada en su momento.

El proceso de recuperación.

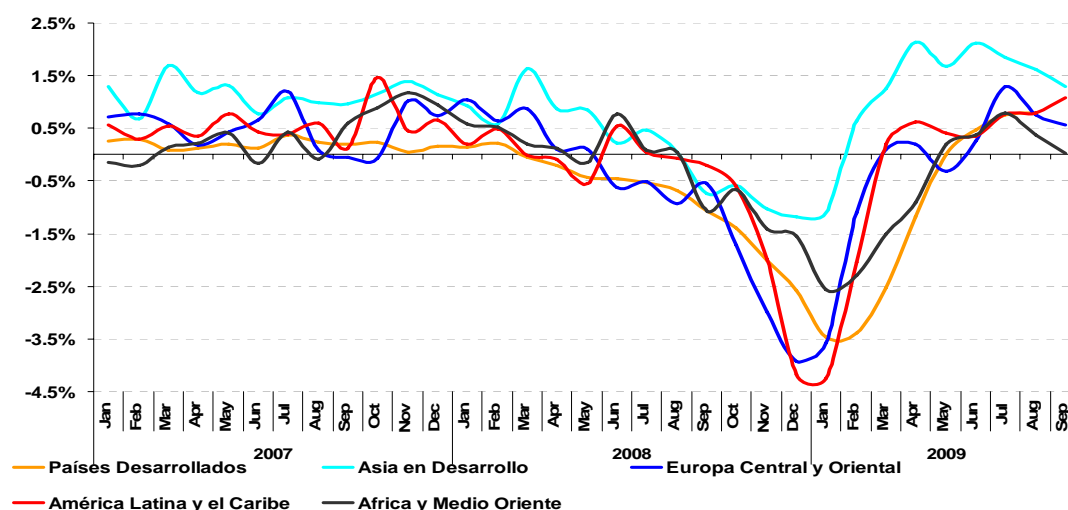
De la misma manera que en el ámbito global, el impacto de la crisis en AL se sintió con más fuerza a fines de 2008 y comienzos de 2009, debido al fuerte disminución de la demanda internacional de bienes y servicios, y la reducción de las remesas y la inversión extranjera directa. Si

algunos tenían dudas sobre la relevancia de la globalización y la importancia de la demanda del mundo desarrollado, los acontecimientos de esos meses despejaron cualquier escepticismo. El gráfico 9 es ilustrativo: la caída de la producción fue generalizada, así como la recuperación a partir del segundo trimestre y su aceleración en el tercer

trimestre de 2009. Dentro de esa tendencia, Asia en Desarrollo mostró una menor disminución, así como una recuperación más rápida, por la importancia de las medidas de impulso a la demanda interna y el tamaño de su mercado interno. China lideró ese proceso, aunque también tuvo cierta importancia en la India.

GRÁFICO 9
Producción industrial desestacionalizada

Variación del promedio móvil tres meses en t vs. el promedio móvil tres meses en t-1



Fuente: CEPAL

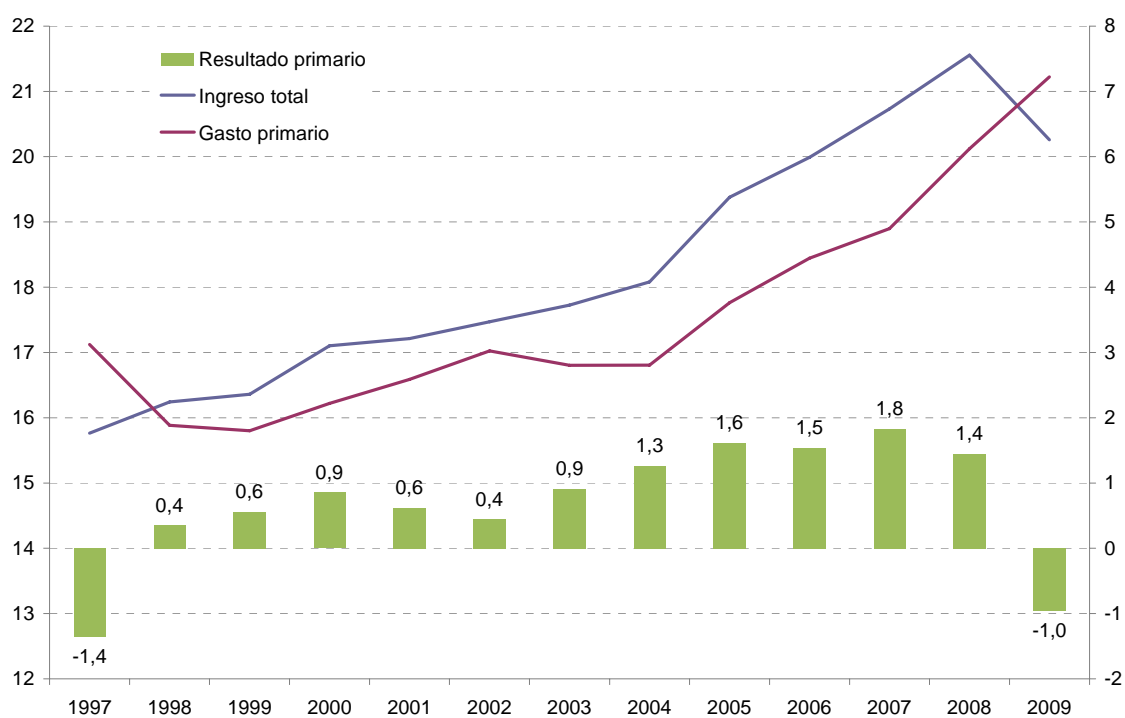
El aumento de la demanda en América Latina fue resultado de la recuperación de la demanda global y de ciertas acciones en el frente interno. En efecto, como resultado de la buena conducta fiscal previa, y en particular del nivel de reservas, varios países fueron capaces de evitar políticas fiscales procíclicas. De hecho

el déficit fiscal primario aumentó en 2,4% del producto, variación explicada por un incremento del gasto de 1,1 puntos del producto y una reducción de los ingresos de 1,3 puntos porcentuales (Gráfico 10). Por cierto, los promedios esconden grandes diferencias entre países. En el caso del gasto, estas diferencias van

desde una contracción de más de 1% del producto en Venezuela, como consecuencia de la caída en los ingresos fiscales ligados al precio del petróleo, a un incremento de 3,2 puntos del producto en el caso de Chile. El contraste es interesante, porque Chile, con un incremento de

precios del cobre producido por su empresa estatal algo inferior al del petróleo exportado por Venezuela, ahorró alrededor del 80% de ese aumento de precios y no tuvo ninguna dificultad en implementar políticas contracíclicas.¹³

GRÁFICO 10
Ingreso total, gasto primario y resultado primario
Promedio ponderado, % del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

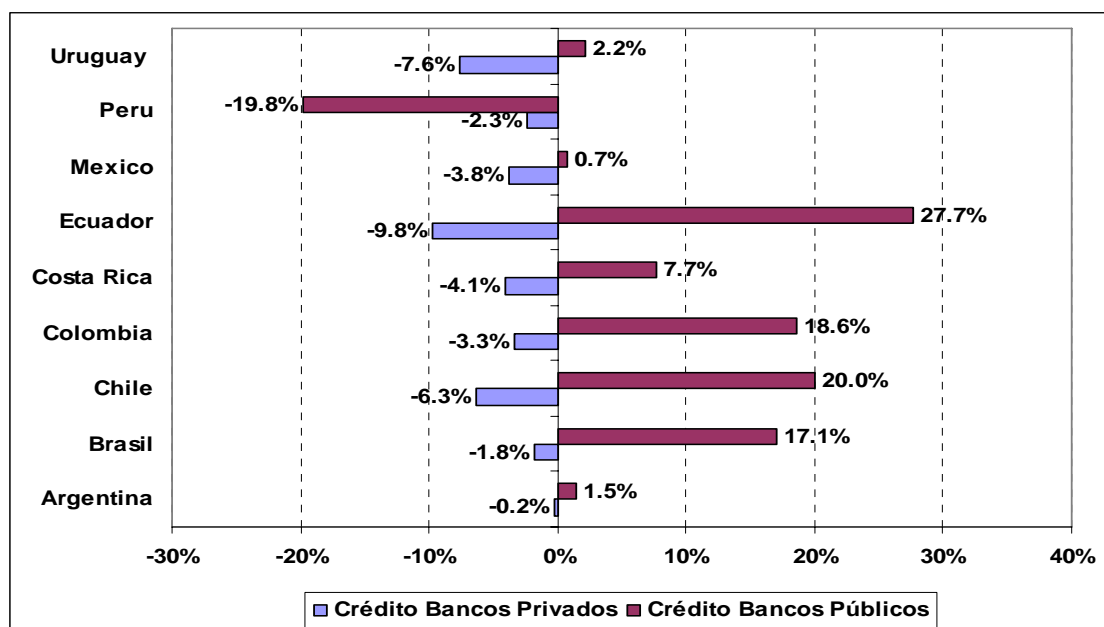
Paralelamente, los bancos centrales de la región redujeron fuertemente las tasas de interés, aunque en muchos casos esa reducción apenas alcanzó a compensar la brusca disminución de la tasa de inflación, por lo que el impacto sobre la tasa real de interés

varió por países. Más importante que ello fue la utilización de reservas internacionales por 37.000 millones de dólares en el momento de mayor restricción de recursos financieros del exterior (entre el cuarto trimestre de 2008 y primero de 2009), y el

comportamiento de los bancos públicos, que realizaron un esfuerzo por compensar la falta de reacción de los bancos privados en la provisión de créditos frente al accionar de los bancos centrales. Como es natural, el impacto del comportamiento de los bancos públicos en la economía estuvo estrechamente relacionado con

la participación de la banca oficial en el sistema financiero, siendo especialmente destacado el caso de Brasil por la importancia del Banco Nacional de Desenvolvimiento (BNDS; CEPAL, 2009^b). Así, las entidades públicas jugaron un papel central en la estrategia anticíclica de los gobiernos de la región (Gráfico 11).

GRÁFICO 11
Crédito de la banca pública y la banca privada
 Variación entre diciembre de 2008 y septiembre de 2009



Fuente: CEPAL

Por su parte, la crisis de 2008 generó una tendencia hacia la depreciación de las monedas. Cabe destacar que si bien el aumento del tipo de cambio hace más fuerte el *shock* financiero de corto plazo, en tanto genera problemas de liquidez y solvencia a empresas endeudadas en moneda extranjera, también suaviza el *shock*

real. A la luz de los resultados, la decisión de los bancos centrales de permitir, al menos en parte, esta variación en el tipo de cambio fue acertada, dado el limitado efecto permanente de la transmisión de la crisis por el canal financiero y la mayor importancia del canal real. Asimismo, luego de la depreciación

inicial de fines de 2008, los tipos de cambio volvieron a presentar una presión a la baja. Nuevamente, los bancos centrales siguieron la tendencia de los mercados, aunque intervinieron para evitar una acelerada apreciación. Por ejemplo, a partir de febrero de 2009, los bancos centrales de Brasil, Colombia y Perú comenzaron a acumular reservas internacionales, mientras que el de México hizo lo propio a partir de julio. Así, hacia finales de año, estos cuatro países más Argentina habían adquirido reservas por 55.000 millones de dólares sin tener en cuenta la asignación de derechos especiales de giro por parte del Fondo Monetario Internacional, superando las pérdidas durante la crisis.

Pasado el peor momento de la crisis, los mercados financieros internacionales recuperaron el apetito por el riesgo, lo que sumado a una percepción favorable de la evolución futura de las economías de AL permitió la reapertura del crédito internacional para muchos de los países de la región. Si bien el riesgo país para el conjunto de la región estaba a fines del primer trimestre de 2010 en 300 puntos básicos, es decir más de 100 puntos básicos por encima de los niveles de junio de 2007, ha disminuido casi 600 puntos respecto del máximo de octubre de 2008. Esto está generando un paulatino incremento de la liquidez en las entidades financieras, que se espera que tenga un impacto en la actividad crediticia en el futuro, impulsando la demanda interna tanto

de bienes de consumo como de capital.

Más allá de algunas de acciones que pusieron en marcha los gobiernos, fue la mejora del contexto internacional, tanto en el ámbito financiero como real, lo que posibilitó que la región comenzara a presentar signos de recuperación en el segundo trimestre de 2009, que se generalizaron hacia la última parte del año. En efecto, los indicadores adelantados elaborados por CEPAL¹⁴ mostraban que las seis mayores economías de la región (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), que juntas representan alrededor del 90% del PIB regional, se encontraban en un proceso de recuperación del nivel de actividad hacia el tercer trimestre de 2009.

En síntesis, la recuperación provino justamente por los canales por los que más se hizo sentir la crisis. La incipiente reversión del ciclo que evidenciaron muchas de las economías mundiales, en especial de Estados Unidos y China, permitieron que las exportaciones comenzaran a retomar el sendero de crecimiento, al tiempo que la mayor demanda de productos básicos fomentó el retorno de la tendencia hacia la mejora de los términos de intercambio de la región en general. La relativa normalización de los mercados financieros globales facilitó la capacidad de captar los recursos necesarios para hacer frente a los vencimientos, alejando la incertidumbre asociadas a serias dificultades de algunas grandes empresas de la región

Por su parte, la normalización de las remesas demorará más tiempo, ya que las buenas noticias en términos de producción tardarán en manifestarse en el mercado de trabajo. En el mejor de los casos esa normalización comenzará a manifestarse muy lentamente en el segundo semestre del 2010.

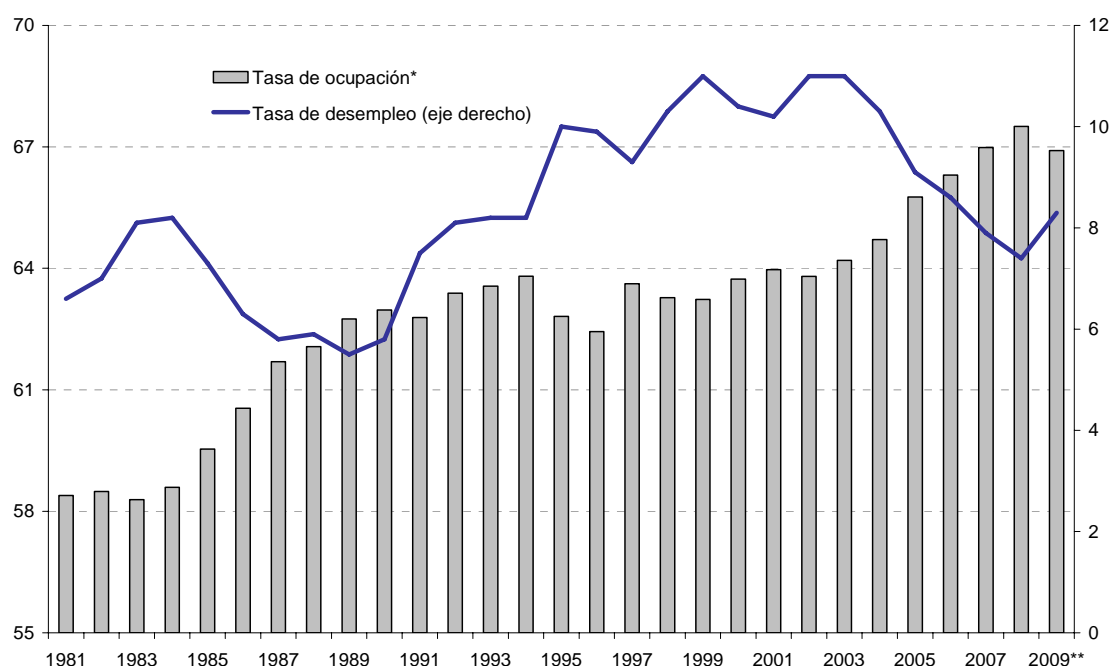
Finalmente, dado que la recuperación regional sigue dependiendo del contexto internacional, es necesario ser conscientes de que la recuperación global muestra todavía cierta fragilidad (Machinea 2009^b).

El impacto sobre el empleo y la pobreza

El impacto de la crisis provocó que América Latina interrumpiera en 2009 un período de seis años consecutivos de mejora de los indicadores laborales y sociales. En efecto, entre 2003 y

2008 la tasa de desempleo se redujo 3,5 puntos porcentuales, alcanzando a 7,5% de la población económicamente activa (PEA). Esta tendencia a la disminución del desempleo se revirtió de la mano de la caída de la actividad económica, estimándose que el desempleo se habría incrementado hasta el 8,3% de la PEA en 2009 (Gráfico 12). El aumento de la cantidad de desocupados, si bien una mala noticia, no lo fue tanto considerando que las proyecciones de principios de 2009 ubicaban a la tasa en torno a 9% para fines de ese año. El menor deterioro del mercado de trabajo se debió fundamentalmente a la caída menos pronunciada de la actividad que lo inicialmente proyectado, a la disminución de la participación de la población en la fuerza de trabajo y al aumento del empleo público y por cuenta propia (CEPAL, 2009^b).

GRÁFICO 12
Tasas de ocupación y desempleo



*La tasa de ocupación es calculada como la población ocupada sobre la población potencialmente activa (entre 15 y 64 años)

** Estimado

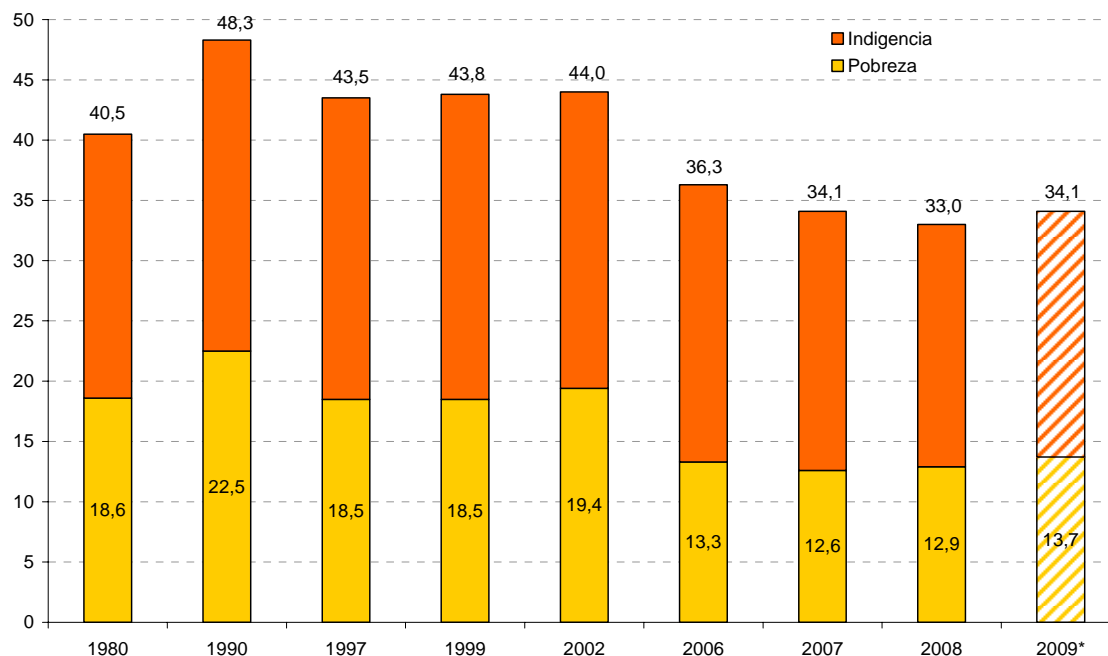
Fuente: CEPAL

La interrupción de las mejoras del mercado de trabajo tuvo su correlato en los indicadores sociales. En efecto, tanto la pobreza como la indigencia registraron aumentos que alcanzaron al 1,1% y 0,8% del total de población, lo que representa un aumento del orden de 9 y 5 millones de personas, respectivamente. Nuevamente, este deterioro se ve matizado por las peores percepciones que se tenían al comienzo de 2009. Además, factores importantes para evitar un deterioro mayor de la pobreza fueron recursos adicionales para los programas

sociales de amplia cobertura en varios países y las ganancias reales que registraron los salarios en la mayoría de los países, producto de la desaceleración de la inflación (Gráfico 13).

De cara a 2010, se espera que en la medida de que el crecimiento resulte en un aumento del ingreso por habitante del orden del 2,5%, los indicadores laborales y sociales retomen la tendencia positiva del período 2003-2008.

GRÁFICO 13
Tasas de pobreza e indigencia



* Estimado

Fuente: CEPAL

4 – LOS EFECTOS DE MEDIANO PLAZO EN LA ECONOMÍA MUNDIAL Y EN LA REGIÓN

La recuperación económica, si bien frágil por el momento, invita a pensar nuevamente en el mediano y largo plazo, en especial considerando que la crisis no sólo ha tenido efectos en el nivel de actividad económica y el empleo y ha generado la quiebra de muchas empresas, sino que es probable que también afecte el contexto internacional de mediano plazo. La historia nos muestra que las grandes crisis suelen generar grandes cambios, en muchos casos porque surgen nuevas realidades, pero la

mayoría de las veces porque la crisis pone al descubierto ciertas debilidades en el esquema vigente.

Algunos ejemplos pueden servir para ilustrar este punto. La crisis de la década del treinta dio lugar a reformas importantes; en los mercados financieros de Estados Unidos, desde la creación del esquema de seguro de depósitos, hasta la separación de las actividades de banca de inversión de las de la banca tradicional o de depósitos; en los mercados monetarios la carta de defunción del patrón oro. Por su parte, la segunda guerra mundial fue determinante para crear instituciones

mundiales, tales como las de Bretón Woods y las Naciones Unidas.

De la misma manera, más allá de las diferencias con los episodios citados, cabe preguntarse en qué medida los acontecimientos de los últimos dos años traerán consecuencias en términos del ordenamiento de la economía global. En el intento de contribuir a buscar respuestas a ese interrogante, en lo que sigue se discuten algunas posibles características del escenario económico para los próximos años, como así también el impacto de ese escenario sobre América Latina.

d. La gobernabilidad de la globalización.

El mundo actual se caracteriza por una creciente globalización, o sea por la creciente gravitación de los procesos económicos, sociales y culturales del ámbito mundial en las realidades nacionales y regionales. Ese proceso de globalización ha dejado elementos positivos, como es la creciente relevancia de los derechos humanos en el ámbito global, o la creciente preocupación por lo temas ambientales con el reconocimiento de responsabilidades comunes pero diferenciadas (J. A. Ocampo y Juan Martín, 2003).

Sin embargo, la profundización de la globalización ha generado una creciente incertidumbre ante la fragilidad que parecieran tener los arreglos sociales y políticos que han dominado los escenarios nacionales

por años. Esa percepción se manifiesta en hechos concretos como la creciente desigualdad de los salarios al interior de los países, la mayor flexibilidad del mercado laboral, la precariedad de algunos sistemas de protección social, entre otros. Pero sin duda la principal debilidad de la globalización es la ausencia de instituciones que sean capaces de regular algunos procesos, tales como los vinculados a la volatilidad de los movimientos de capitales, a la excesiva protección del mundo desarrollado en relación con ciertos productos agrícolas donde los países en desarrollo muestran ventajas relativas, a la migración, al calentamiento global, y a las inequidades y pandemias que recorren el mundo.

Si bien la crisis actual ha generado conciencia sobre las debilidades de una globalización sin una adecuada gobernabilidad, no es de esperar grandes cambios en el corto y mediano plazo, aunque hay algunas mejoras que parece interesante revisar y analizar en qué medida pueden tener impacto en el desarrollo de América Latina.

Estado-mercado: en busca de un nuevo equilibrio

Hay distintas explicaciones de la crisis, que van desde los eventuales errores de política (bajas tasas de interés, problemas de riesgo moral que llevan a la toma de excesivo riesgo o errores técnicos en el diseño de la regulación) hasta los derivados de una excesiva confianza en que las

fuerzas del mercado llevarían al sistema financiero a una situación de equilibrio. Sin negar que es difícil encontrar una causa única de la crisis, no cabe duda de que la excesiva confianza en el mercado, que llevó a una regulación y supervisión excesivamente laxa, es el factor de más importancia para explicar el origen de la crisis financiera (Machinea, 2009^a).

Como consecuencia de ello, y más allá de las medidas de corto plazo de carácter keynesiano, tanto en el plano monetario como fiscal, en los últimos meses ha sido clara la tendencia a que el Estado tenga una participación más activa en la regulación de ciertos sectores, en particular el financiero. Asimismo, tanto en la discusión pública como académica, se ha comenzado a observar una mayor presencia de quienes recomiendan una mayor relevancia de las políticas públicas en varios aspectos de la vida económica.

En efecto, varias propuestas se mueven en el sentido de mayores regulaciones en el sector financiero, siendo la última la del Presidente de Estados Unidos (Obama, 2010). Pero, más allá de ello, el mayor reconocimiento a la importancia del sector público en el diseño de las políticas de desarrollo, en particular en Asia, posiblemente reduzca la excesiva confianza en las fuerzas del mercado que han mostrado las instituciones de Bretton Woods, aún después de algunos fracasos vinculados con la época dorada del Consenso de Washington. Ello debería

modificar algunas de las políticas recomendadas por estas instituciones, o al menos es probable que las recomendaciones puedan ser discutidas por los países con mayor tolerancia que en el pasado reciente.

En términos generales, la búsqueda de un mayor equilibrio entre Estado y mercado es una buena noticia que puede contribuir al crecimiento global y de nuestra región en particular. Sin embargo, debe ser manejada con cuidado. El reconocimiento de las fallas de mercado, que son considerables y que en algunos casos llevan a situaciones de grandes desequilibrios, no debe ser utilizada para intentar negar la importancia del mercado en gran parte de la vida económica, y para olvidar que, así como hay fallas de mercado, hay fallas en las políticas públicas. Si se equivocara el diagnóstico, lo que en principio debiera ser la búsqueda de un mayor equilibrio entre el Estado y el mercado, puede convertirse en un nuevo tipo problema; en otras palabras, la aproximación a la cuestión debe ser la moderación y el reconocimiento de que las fallas del mercado deben ser evaluadas a la luz de las capacidades del Estado, capacidades que en cualquier caso deben ser fortalecidas y que, por cierto, difieren entre países.

La reacción de las posiciones neoconservadoras a esta búsqueda de nuevos equilibrios no se ha dejado esperar. Prueba de ello son los ataques que ha sufrido el Presidente Obama en relación a algunas de sus propuestas, en especial la orientada a

una cobertura universal en el área de salud, y la fuerte reacción de la revista *The Economist* en contra de la intervención del Estado (*The Economist*, 2010).

Instituciones financieras internacionales

Hay un consenso, que se ha manifestado en el G20, para darle un nuevo y más amplio protagonismo a las instituciones financieras internacionales y en particular al Fondo Monetario Internacional. Ese mayor protagonismo implica más relevancia y más legitimidad. Más relevancia significa más capacidad crediticia y más flexibilidad de los créditos. En ambos aspectos se ha avanzado en los últimos tiempos. En la reunión del G20 en el Reino Unido (G20, 2009) se acordó triplicar los recursos del Fondo, llevándolos a 750.000 millones de dólares, realizar una nueva emisión de DEG y permitir a la Institución emitir bonos (F. Steimberg, 2009).¹⁵ Los países comprometieron, al 1 de julio de 2009, recursos por 411.000 millones (Fernández y Delgado, 2009). A ello debe agregarse una mayor flexibilidad en el otorgamiento de los créditos, que se ha implementado mediante la puesta en marcha de la nueva "Línea de Crédito Flexible", lo que ha permitido avanzar en lo que debiera ser la política del Fondo de aquí en más: el otorgamiento de créditos con suma rapidez en ciertas circunstancias, y sin condicionalidad para aquellos países que hayan cumplido con ciertos criterios de buenas prácticas macroeconómicas

(sostenibilidad de la deuda, acceso a mercado de capitales, baja inflación, cuentas públicas sostenibles, entre otros) previo a la situación de emergencia. Los préstamos condicionados, aunque con muchas menos condicionalidades que en el pasado reciente, se reservarían para aquellos países que tengan fuertes desbalances macroeconómicos. A estas medidas debiera agregarse un mecanismo automático de actualización de las cuotas de los países para evitar la repetición de los problemas del pasado reciente cuando los recursos del Fondo fueron disminuyendo en relación con el crecimiento del producto y del comercio mundial (IMF, 2007).¹⁶

Por su parte, la legitimidad está asociada a la gobernabilidad del FMI y en particular a la mayor representación de los países en desarrollo en la dirección del organismo. Los pasos dados hasta ahora respecto a la revisión de cuotas han sido muy tímidos. Si bien se aumentaron los votos de los países emergentes en casi cinco puntos porcentuales del total, la reforma no es lo suficientemente amplia porque no modifica la mayoría de los países desarrollados a la hora de tomar decisiones clave (F. Steinberg, 2009). Se requiere, entonces, avanzar más profundamente en la representatividad de todos sus miembros y eliminar el poder de veto que de hecho tiene Estados Unidos en aquellas decisiones que impliquen cambios importantes en el organismo.

Si bien sería conveniente una mayor relevancia de las Naciones Unidas en la gobernabilidad financiera, lo que aseguraría un mayor representación de los países en desarrollo, creemos que una propuesta en este sentido es, por el momento, poco realista a la luz de la situación política internacional (véase United Nations, 2009).

Mayores recursos, mayor flexibilidad para su utilización y una mayor confianza como resultado de una importante representación de los países en desarrollo en su directorio, no sólo favorecería la reducción de los desequilibrios globales por la menor necesidad de recurrir al autoseguro mediante el aumento de las reservas internacionales, sino que además ahorraría recursos para dedicarlos a la inversión. Asimismo, el contar con un prestamista de última instancia en el ámbito global evitaría fuertes oscilaciones del producto de los países en desarrollo, en especial los de menor tamaño relativo, asociadas a “cambios de humor” en los mercados financieros internacionales. Es sabido que fuertes oscilaciones en el nivel de actividad económica, no sólo afectan negativamente la pobreza, sino también el nivel de inversión. Asociado a ello, la volatilidad genera mayor inestabilidad política.

A ello es necesario agregarle una verdadera tarea de supervisión del FMI en términos de los grandes desequilibrios globales, con el compromiso de que las recomendaciones debieran alcanzar tanto a los países superavitarios como deficitarios.

En síntesis, se están produciendo cambios en términos de los recursos, flexibilidad y gobernabilidad de las instituciones financieras internacionales, y en particular del FMI, que en algunos casos requieren profundizarse, pero que sin duda implican cambios en la dirección correcta. Estos cambios debieran afectar en forma positiva la tasa de crecimiento de los países en desarrollo.

Mayor coordinación de las regulaciones financieras.

La existencia de diferentes regulaciones financieras nacionales se ha tornado en un problema de creciente importancia, ya que en un mundo globalizado ello favorece la competencia desleal entre entidades ubicadas en distintos países y, en muchos casos, es un motivo para estas entidades trasladen una parte creciente de sus operaciones a los países con regulaciones y supervisión más laxa. Pero, como la última crisis ha dejado en claro, es también una fuente de inestabilidad financiera internacional, no sólo por los efectos que las crisis financieras nacionales, en especial las de los países de gran tamaño, tienen sobre otros países, sino porque los productos que comercializan algunos de estos bancos pueden contagiar a las entidades financieras en otros regiones.

El problema se resolvería si existiera una organización financiera internacional que dictara las normas de regulación y las supervisara. Sin embargo, ello parece un punto de

partida poco realista, ya que es difícil que los grandes países desarrollados acepten a un órgano internacional que dicte la regulación de sus sistemas financieros. Por ello es necesario proponer alternativas que tomen en cuenta esta realidad política. Un segundo mejor sería acordar normas globales, aunque los países sean los responsables de implementarlas y supervisarlas. Al respecto se pueden poner en marcha incentivos que ayuden a lograr una amplia adhesión a la norma, tal como se ha discutido en distintos ámbitos (Machinea, 2009^c). Los países en desarrollo deberían estar representados en esa discusión, ya que las regulaciones no pueden ser idénticas dada la distinta realidad macroeconómica y financiera (Fanelli, 2008).

Desafortunadamente nuestra impresión es que es difícil lograr avances en este campo en el corto plazo debido a la falta de voluntad de los países desarrollados. Esta falta de voluntad y liderazgo es también un problema para avanzar en formas de coordinación macroeconómica más amplias, que son esenciales para lograr ciertos equilibrios globales y para encontrar un acuerdo en términos de las políticas fiscales y monetarias en los próximos meses (J.A. Alonso, 2009)

e. Ritmo de crecimiento de la economía mundial

Hay razones de distinto tipo para pensar que la crisis actual ha de tener un impacto en el crecimiento de la

economía mundial. En primer lugar, la experiencia de crisis financieras previas muestra que, a pesar de que la salida de la crisis suele producirse a un ritmo mayor que el crecimiento de largo plazo, este efecto no alcanza a compensar la caída inicial, con lo que no se recupera el nivel potencial de ingreso previo a la crisis (World Economic Outlook, 2009, capítulo 1, y Blanchard, 2009). En segundo lugar, si bien la experiencia también muestra que una vez superado el episodio se retoman las tasas de variación del producto previas, hay razones para argumentar que en esta oportunidad habrá también un menor ritmo de crecimiento en los próximos años.

Primero, es esperable que algo haya cambiado en el mundo desarrollado en cuanto a las expectativas de "normalidad". En efecto, el período de la "gran moderación" había convencido a la mayoría de que se había logrado un estado donde no habría grandes oscilaciones del producto, con los efectos positivos no sólo sobre el consumo sino también sobre la inversión. La crisis actual, al introducir una cuota importante de incertidumbre sobre el futuro, seguramente habrá de tener un impacto negativo sobre la inversión y por ende el crecimiento. Segundo, salvo que no haya ninguna reforma del sistema financiero, los próximos años serán de menor crecimiento del crédito y de mayores márgenes entre tasas activas y pasivas de interés, lo que significa tasas reales de interés de los créditos más elevadas. A ello también contribuirá el fuerte aumento

de la deuda pública en un contexto donde la deuda privada todavía no ha disminuido. Tercero, el aumento de impuestos para hacer frente a la carga de la deuda en países con elevado nivel de tributación puede tener efectos distorsivos a futuro, mientras que los beneficios, como evitar el colapso económico, serán cosa del pasado. Finalmente, algún impacto sobre el crecimiento debieran tener las medidas tendientes a combatir el cambio climático. Dos comentarios al respecto. En primer lugar, los costos de corto plazo de tomar acciones en el presente deben ser evaluadas en relación con los costos de mediano y largo plazo de no hacerlo, siendo estos últimos considerablemente más elevados; en segundo lugar, es probable que la búsqueda de nuevas tecnologías para combatir el cambio climático genere en el mediano plazo un salto en el proceso de innovación con efectos positivos sobre el crecimiento.

En síntesis, es previsible que no se recupere el potencial del producto mundial existente en el período previo a la crisis, pero que, además, a esa pérdida por una vez se le deba agregar una menor tasa de crecimiento, al menos mientras duren los efectos sobre las tasas de interés reales.

f. La importancia del comercio en la economía mundial

Durante décadas la estrategia de crecimiento liderada por las exportaciones ha sido parte de los

modelos de desarrollo exitosos, como lo atestigua el caso de varios países alrededor del mundo, y en especial del sudeste asiático. La experiencia internacional también muestra que una estrategia de este tipo para ser exitosa requiere del desarrollo de capacidades internas que permitan pasar de exportaciones de productos de escaso valor a productos más sofisticados con una parte importante del valor agregado doméstico. Es decir, no se trata sólo de exportar, sino de qué se exporta y cómo se generan capacidades para escalar en la cadena de valor de un producto específico o moverse a productos con un mayor contenido de cambio tecnológico.

La estrategia basada en el incremento de las exportaciones se sustentó en un elevado crecimiento del comercio a escala global, que aumentó siete veces entre 1980 y 2008, superando ampliamente el crecimiento del producto en el mismo período, que se multiplicó por 2,5. En el curso de esta década ese proceso se aceleró, ya que el comercio mundial pasó de ser el 24,6% del producto mundial en 2000 a 32,4% en 2008. En contraste con ello, la crisis financiera global habría producido una contracción del comercio cercana al 10%, que se compara con una caída del producto en dólares corrientes en torno a 2,5%. Esta contracción fue más aguda en el comercio de bienes y de algunos servicios, como transporte, turismo y servicios financieros, aunque habría sido más reducida en el comercio de servicios profesionales. Esta fuerte caída del comercio, se explica no sólo

por la disminución del nivel de actividad económica, sino también por un aumento del proteccionismo. De hecho, las medidas proteccionistas han llevado a algunos analistas a plantearse si no estaríamos frente al fin de las estrategias de “export led growth” como consecuencia de la “ola proteccionista”.

Sin embargo, y a diferencia de la crisis de la década de 1930 las medidas no han sido demasiado importantes ni generalizadas, habiendo adoptado la forma básicamente de medidas no arancelarias, medidas anti-dumping y de salvaguardia, y derechos compensatorios. Asimismo ha habido políticas explícitas de “compra nacional”, o de estímulos a la producción de las empresas nacionales. Según la OMC las medidas en el ámbito comercial no habrían afectado a más del 1% del comercio mundial (OMC, 2009). Por lo tanto, los argumentos que enfatizan que estamos frente a una nueva era de keynesianismo y proteccionismo parecen absolutamente exageradas (Razeen Rally, 2010).

Casi podría decirse que estas medidas es lo menos que cabía esperar a la luz de la magnitud inicial de la crisis, y la necesidad de estímulos fiscales que requirieron en la mayoría de los casos aprobación del Congreso. En otras palabras, nuestra impresión es que en términos generales los países han sido prudentes en cuanto a las políticas proteccionistas, y cuando adoptaron algunas medidas lo hicieron motivados por problemas de

economía política, en un contexto, cabe recordar, de caída del producto y fuerte aumento del desempleo.

Sin embargo, hay tres temas que son esenciales para analizar la posibilidad de una nueva oleada proteccionista. En primer lugar, el impacto sobre el empleo del proceso de recuperación económica, ya que es difícil prever buenas noticias en este campo hasta fines de 2010 o 2011. En segundo lugar, el modelo de desarrollo de China, ya que si las exportaciones siguen siendo el principal motor del crecimiento y ello dificulta reducir el desequilibrio con Estados Unidos, las tendencias proteccionistas, en un contexto de menor crecimiento y de desempleo más elevado, posiblemente logren imponer su punto de vista en la discusión política de Estados Unidos. En tercer lugar, la presión por medidas proteccionistas puede llegar a agravarse en la medida en que se profundice, como es previsible, la tendencia a la globalización de los servicios. El impacto de la deslocalización de los servicios sobre los trabajadores de “cuello blanco”, que hasta ahora escaparon en gran medida al “congelamiento” de los salarios reales, será considerable, como lo será la presión de éstos sobre la clase política en el mundo desarrollado.

Donde es previsible que continuará la tendencia de los últimos años es en la resistencia de los países desarrollados a permitir la inversión extranjera directa dirigida a la compra de grandes empresas nacionales, aunque las medidas pueden tomar distintas

formas, como las ayudas a sus “campeones nacionales”.

En síntesis, salvo que haya una fuerte recaída de la economía mundial en los próximos meses, debiéramos esperar una reducción de algunas de las trabas al comercio impuestas durante el último año. Desde una visión de más largo plazo, si bien es razonable suponer que el comercio va a seguir creciendo por encima del producto mundial, lo hará a un ritmo menor que las dos últimas décadas. La razón es que es difícil prever que, en el mediano plazo, las grandes economías mundiales puedan mantener el ritmo de creciente apertura de las últimas dos décadas, ya que si bien el proceso de deslocalización de la producción va a continuar, es casi imposible que lo siga haciendo al ritmo de los últimos años.¹⁷ Por su parte, la globalización de los servicios ofrece una gran oportunidad para los países en desarrollo con trabajadores relativamente calificados: desde el conocimiento del inglés en los “call centers” a los médicos o los ingenieros en la venta de servicios más sofisticados. Brasil se ha convertido en el país líder en servicios relativamente sofisticados, aunque hay importantes progresos en Argentina, Uruguay y Costa Rica (Cepal, 2008b, capítulo 5) Sin embargo, es probable que las presiones para reducir el grado de apertura de las economías puedan aumentar de la mano del proceso de globalización de los servicios, ya que ello comenzará a afectar a muchos trabajadores de cuello blanco. Además, si China no basa su

desarrollo futuro en una mayor importancia del mercado interno, los desequilibrios internacionales continuaran y se acentuarán las presiones proteccionistas en Estados Unidos, azuzadas por su gran déficit comercial con China.

g. Concentración económica y deslocalización de la producción

Vinculado al punto precedente, no cabe duda que la reducción de costos derivada de las innovaciones asociadas a las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC), han ampliado los mercados hasta alcanzar dimensiones mundiales. Esto ha ido acompañado de una tendencia a la homogeneización de las preferencias de grupos de consumidores cada vez más amplios. En consecuencia, se ha fortalecido la tendencia a uniformar las tecnologías lo que, junto con la homogeneización de las preferencias, dio lugar a un consumidor global en un mercado también global, dominado por economías de escala.

Esta evolución cambió las condiciones de la competencia en un gran número de mercados. En particular, el desarrollo de marcas mundiales y la intensificación de los esfuerzos en investigación y desarrollo de productos y procesos han contribuido significativamente al aumento de los costos fijos de las empresas y han exigido crecientes escalas de producción. Así, las economías de escala en investigación y desarrollo y

en mercadotecnia se combinan con las economías de escala en la producción y dan origen a productores globales que luchan por obtener cuotas de mercado que les permitan cubrir sus costos fijos. Como resultado de ello, en la actualidad los oligopolios globales son la modalidad dominante en la configuración de la oferta en la mayoría de las industrias (CEPAL 2008^b, capítulo 1).

El aumento del tamaño medio de las empresas y la concentración, se vieron favorecidos por el fuerte crecimiento de los intermediarios financieros que estuvieron más que dispuestos a financiar este proceso.

Junto con ese proceso de concentración se ha dado una fuerte deslocalización de la producción. En efecto, el desarrollo de las TIC, al revolucionar la logística de la cadena de valor, no sólo eleva la productividad de viejas actividades y crea nuevas, sino que además incrementa la comercialización de bienes y servicios, acentuando la fragmentación territorial de los procesos productivos. Mientras que la deslocalización en la producción de bienes ya ha alcanzado su madurez, recién estamos al inicio del proceso de deslocalización de los servicios. Si bien el alcance de esa transformación ha sido global, no cabe duda de que China y la India son los países emblemáticos en la deslocalización de la producción de bienes y de servicios, respectivamente.

Cabe preguntarse, entonces, en qué medida este proceso habrá de

continuar en los próximos años. En lo que respecta a la concentración, no se ven cambios en las tendencias que la han favorecido en los últimos años, aunque la menor disponibilidad de crédito puede ser un factor que modere esta tendencia.

En lo que respecta a la deslocalización de la producción, el único motivo para prever una reversión se vincula a la posibilidad de un aumento del proteccionismo a escala global, lo que puede darse de forma directa por medio de aranceles y medidas para-arancelarias, o de forma indirecta por medidas tendientes a estimular a la producción nacional.¹⁸ Como se mencionó en el punto precedente, si bien podemos presenciar algunas medidas proteccionistas, pareciera que, en el corto plazo, estas medidas serán transitorias. Sin embargo, la tendencia a que la globalización incluya cada vez más a los servicios y por ende impacte a las clases medias del mundo desarrollado, hace prever una mayor demanda de protección de estos sectores en el mediano plazo.

Una elevada concentración y la deslocalización de la producción tienen claras consecuencias para los países de América Latina. La concentración hace cada vez más difícil generar campeones nacionales que puedan competir a escala global, aunque la fuerza con la que han surgido algunas empresas regionales y crecientemente globales (las translatinas) genera margen para el optimismo. Asimismo, cabe mencionar que junto con la fuerte concentración y homogenización de algunos

productos, es de esperar que se acentúe la presencia de nichos de mercados, entre otras cosas asociados a que el aumento y la diferenciación de los niveles de ingreso favorecen el gusto por la variedad y la novedad de los productos.¹⁹ Gracias a esa diferenciación de productos pueden lograrse ventajas competitivas en determinados nichos de mercado, y ello no requiere empresas globales. Empresas de menor tamaño pueden tener la ventaja de una mayor flexibilidad para captar los cambios en los mercados.

Sin embargo, la principal manera de insertarse en los mercados globales seguirá siendo a través de la participación en las cadenas de valor a escala regional y mundial. El desafío es escalar en esas cadenas de valor, una transformación difícil de lograr pero no imposible como muestra la experiencia de los tigres asiáticos (ONUDI, 2004). Estas capacidades de ingreso y escalamiento están condicionadas por las capacidades tecnológicas que los países logren desarrollar en distintos sectores, para lo cual el proceso de aprendizaje juega un papel central (CEPAL, 2008^b).

h. Acerca del dinamismo de las distintas regiones

Sin duda Asia en Desarrollo, y muy especialmente China y la India, ha sido la región de mayor dinamismo durante las últimas décadas, ya sea en términos de crecimiento (7,5% promedio anual entre 1990 y 2008)

como por el extraordinario aumento del comercio (13% promedio anual en el mismo período). Ello ha generado múltiples efectos en el ámbito global. En el caso de América Latina se ha constituido en un importante socio comercial de varios países de la región, desplazando en algunos casos a Estados Unidos o Europa (CEPAL, 2008^c). Además, su proceso de industrialización ha llevado a un aumento importante en el precio de los bienes primarios, de la misma manera que lo que aconteció con la industrialización de Europa a mediados del siglo pasado (CEPAL, 2008^b, capítulo 2).

La rápida recuperación de la actual crisis en Asia en Desarrollo y en particular en China e India, junto con la magnitud de su mercado y las políticas estables y relativamente "amistosas" con la inversión, hacen prever que esta situación habrá de continuar. Sin embargo, la dificultad mayor puede ser el escaso dinamismo de los países desarrollados, ya que ellos representan más del 50% del destino de las exportaciones de China (21%, 20% y 9% a Estados Unidos, Europa y Japón respectivamente). Como hemos sostenido en el punto b), el ritmo de crecimiento de la economía mundial, y en especial de los países desarrollados, mostrará alguna desaceleración. En particular, resulta difícil que el consumo privado en Estados Unidos pueda alcanzar, en términos del producto, los niveles previos a la crisis.²⁰

Si bien ello habrá de afectar el ritmo de crecimiento de esta región, el

potencial del mercado interno y el actual bajo nivel de consumo de las familias, que en China representa menos del 40% del producto, dejan un amplio margen para una expansión de la demanda interna. Un movimiento en este sentido no sólo encuentra fundamento en el menor ritmo de crecimiento de la economía mundial y en la percepción de que una estrategia excesivamente basada en el mercado externo es vulnerable a situaciones similares a las vividas como consecuencia de la actual crisis internacional, sino también en una creciente presión de la población por medidas orientadas a mejorar la protección social. Sin duda, un cambio en ese sentido tendrá la ventaja adicional de disminuir los desequilibrios globales, tanto por el aumento de la demanda interna como por un mayor sesgo hacia la apreciación de las monedas locales de esa región. Ello, como mencionáramos en el punto precedente, es de crucial importancia para apaciguar las presiones proteccionistas en los países desarrollados y en especial en Estados Unidos.

El mayor énfasis en el mercado interno permitirá que China y en general Asia en Desarrollo siga creciendo a tasas elevadas, aunque algo inferiores a la de la última década.

A su vez, el extraordinario "ejército de reserva" de Asia en Desarrollo, hace prever que el proceso de industrialización y de incorporación de la población a una sociedad de consumo habrá de continuar por

muchos años. Al mismo tiempo, una gradual mejora en los salarios reales de los obreros industriales y de los nuevos profesionales comenzará a generar una mayor demanda de servicios.²¹ Gradualmente ello llevará a un aumento de la importancia de los servicios, que en el caso de China solo participan en 36% en el producto (S. Roach, 2009, capítulo 3). Ello implica que la demanda de minerales y metales, y de alimentos continuará aumentando, aunque posiblemente a ritmo menor que el de los últimos años. Consecuentemente, si bien es posible que las materias primas no mantengan el ritmo de aumento de precios de los años previos a la crisis, su nivel seguirá siendo elevado en relación con las últimas décadas. El proceso durará un tiempo prolongado, hasta que Asia en Desarrollo se convierta en una sociedad con ingreso y hábitos de consumo similares a los de los países ingresos medios, período de tiempo difícil de definir, pero que posiblemente no sea menor a dos décadas.

En síntesis, se estima que si bien la economía mundial crecerá algo menos que en el período reciente, Asia en Desarrollo continuaría siendo la región más dinámica del mundo, y si bien su estructura de demanda comenzará a cambiar gradualmente a favor de los servicios, por un período de tiempo prolongado su crecimiento tendrá un gran impacto en la demanda de materias primas.

i. Acerca del cambio tecnológico

El mundo está en presencia de una nueva revolución tecnológica, vinculada a la biotecnología, la nanotecnología, los nuevos materiales, y la interacción de ellas con las tecnologías de la información y las comunicaciones, y la “masiva llegada” de estas últimas a los países en desarrollo. Esta nueva revolución tecnológica ya está cambiando las formas de producción y generando espacios de oportunidades en distintos sectores.

Estas nuevas tecnologías tienen la característica de atravesar a todos los sectores, y por ello es posible innovar en casi cualquier actividad. O sea, si bien el cambio tecnológico sigue concentrado en algunos sectores de la manufactura, hoy es posible innovar en los sectores primarios o los servicios, innovaciones no sólo en el campo tecnológico sino también en la organización y la comercialización. Importa, por lo tanto, cada vez menos qué se hace y cada vez más cómo se lo hace (Carlota Pérez, 2008). Otra característica de estas tecnologías es que en muchos casos requieren de una adaptación para su aplicación a las realidades locales lo que favorece el aprendizaje, elemento esencial en todo proceso de innovación.

Cabe preguntarse si la crisis financiera ha de alterar esa transformación tecnológica que se observaba previamente. En principio no hay razones para ello, aunque quizás haya dos factores que puedan acelerar este proceso. Por un lado, la crisis ha

dejado claro que hay ciertas actividades, como la construcción y la financiera, que se van a expandir a tasas menores que en el pasado reciente. Ello resultará en búsqueda de nuevas actividades donde invertir y la tecnología puede ser una de ellas, en especial considerando que los incentivos a la innovación tendrán, de manera creciente, más estímulos por parte de los sectores públicos. Por el otro, aunque no directamente vinculado a la crisis, la presión para adoptar medidas tendientes a mitigar el cambio climático hace prever una profundización, con apoyo gubernamental, de la investigación vinculada a reducir las emisiones de carbono de las energías fósiles y a estimular las energías renovables.

Las características de estas tecnologías abren una posibilidad a los países de la región, no necesariamente en la creación tecnológica, aunque hay algunas excepciones, pero definitivamente en su adaptación a las realidades locales. Asimismo, las TIC ofrecen la posibilidad de lograr grandes aumentos de productividad vinculados a mejoras en la organización y comercialización.

Que exista la oportunidad no significa que los beneficios sean espontáneos. Hoy, como hace sesenta años lo sostuvo Prebisch (1949), el aprendizaje tecnológico no es espontáneo. Requiere de políticas orientadas a la innovación en general y en particular vinculadas con la absorción de tecnología. Llegar a esos niveles requiere de algo más que

financiar institutos de investigación. Una sociedad dispuesta a innovar es aquella que sabe que la innovación es, más allá de los cambios radicales, un proceso de cambios incrementales en todos los ámbitos, públicos y privados, y en todas las áreas: la producción, la comercialización y la organización de la empresa. Ello requiere de cambios sustanciales en distintas áreas para hacer frente a los desafíos y ciertos consensos mínimos (Carlota Pérez, 2001, y J. L. Machinea, 2009^d).

En otras palabras, en esta área hay grandes oportunidades para los países de América Latina, pero su aprovechamiento dependerá de las políticas que los países implementen en distintos ámbitos

5 – EN SÍNTESIS

En este artículo se ha considerado el análisis del impacto de la crisis tanto por su efecto de corto plazo como por su alcance en los fenómenos de mediano plazo a escala global, los que sin duda repercutirán en la región afectando tanto las posibilidades de crecimiento como de busca de equidad.

El impacto de corto plazo, si bien importante en términos de crecimiento, empleo y aumento de la pobreza, fue menor al esperado como resultado de una rápida recuperación de la economía mundial y de una mayor solidez de la región que la mostrada en otras crisis. No sólo la región fue menos vulnerable en los

aspectos fiscales y del sector externo como consecuencia de las políticas públicas llevadas a cabo en el período previo, lo que a su vez permitió en algunos casos implementar políticas contracíclicas, sino que además la puesta en marcha en los años previos de programas sociales que contribuyeron a mejorar la distribución del ingreso y a disminuir la pobreza, también amortiguaron el efecto de la crisis sobre los sectores más necesitados.

A pesar de ello, la desaceleración de la tasa de crecimiento en 2009 en relación con el período 2005-2007 ha sido superior a 7 puntos, la caída de la producción de 1,8% y se estima que el número de pobres debe haber aumentado en alrededor de 9 millones de personas, lo que significa un retroceso a los niveles observados entre 2006 y 2007.

Los países que más han sufrido el impacto de la crisis son las economías más abiertas de la región, en especial los exportadores de bienes manufacturados y servicios como turismo, y las que reciben mayores transferencias por remesas del exterior. Sin embargo, un exportador por excelencia de *commodities* como Venezuela ha sufrido un impacto considerable como consecuencia del efecto de los menores precios del petróleo sobre el gasto público y la poca prudencia de la política fiscal en el período previo.

Las previsiones para 2010 son de un crecimiento algo superior al 4%, con lo que puede suponerse un impacto

positivo sobre el empleo y que la región retome la tendencia a disminución de la pobreza que caracterizó a los años previos a la crisis. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que estas previsiones dependen crucialmente de la evolución de la economía mundial, y hay algunas incertidumbres respecto a las posibilidades de sostener el ritmo de recuperación.

En el mediano plazo, la crisis posiblemente habrá de afectar algunas de las características del mundo que viene. En el artículo hemos seleccionado algunos temas que nos parecen de especial importancia para la región. En primer lugar, es previsible una mejor gobernabilidad en el ámbito financiero global, con una presencia más importante, pero al mismo tiempo más "amistosa" con el mundo en desarrollo del FMI. No obstante, es probable que haya pocos avances en la necesaria coordinación de las políticas macroeconómicas. Aún en el ámbito financiero, donde la necesidad de coordinación es más imperiosa, los avances siguen siendo tímidos, en parte porque los países desarrollados no se ponen de acuerdo en los cambios en la regulación que requieran los sistemas financieros nacionales. En este campo Estados Unidos está liderando con algunas propuestas, pero poco se ha avanzado en, por ejemplo, introducir regulaciones que eviten la prociclicidad de los sistemas financieros. En todo caso, las medidas propuestas no han sido coordinadas en el ámbito global.

En segundo lugar, es probable que el mundo no retome por un tiempo el ritmo de crecimiento de los años previos a la crisis, entre otras cuestiones por: a) la mayor incertidumbre asociada a la percepción de que, a diferencia del período de la "gran moderación", las crisis son posibles en el mundo desarrollado, b) la elevada deuda de los sectores públicos y privados y su impacto en las tasas de interés reales y la demanda, y c) la menor expansión del crédito, a la que contribuirán las nuevas regulaciones y las actuales deficiencias de capital del conjunto del sistema. Mientras que las nuevas regulaciones son bienvenidas porque supuestamente reducirán la excesiva exuberancia de los mercados disminuyendo su volatilidad, la ausencia de capital en el conjunto del sistema financiero es una deficiencia que puede poner en riesgo el proceso de recuperación.

En tercer lugar, al igual que el ritmo de crecimiento económico, es de prever alguna desaceleración en el aumento del comercio, aunque es previsible que la relación del comercio con el producto siga aumentando. De todas formas, el incremento de esta relación difícilmente mantenga el ritmo de los últimos años porque el proceso de crecimiento en el comercio de bienes estuvo influido por la fuerte deslocalización de la producción, un proceso que si bien no ha llegado a su fin, no conservará el ritmo vertiginoso de los últimos años. Donde sí es previsible que el comercio siga expandiéndose aceleradamente es en los servicios, donde todavía queda

mucho para avanzar en el procesos de deslocalización. Esa tendencia es una oportunidad para los países de la región, pero se debe ser conciente de que la competencia de Asia, en especial de la India, será creciente. Es justamente esa previsión la que nos lleva a conjeturar que puede darse un aumento en las demandas proteccionistas, ya que el comercio de servicios afectará, y ya lo ha comenzado a hacer, el salario de los profesionales del mundo desarrollado en distintas áreas. La "voz" de estos sectores seguramente se hará escuchar con más fuerza entre la clase política. Obviamente esa presión tendrá más efecto en la medida en que se sigan manteniendo los altos niveles de desempleo en parte del mundo desarrollado.

En cuarto lugar, es de prever que Asia en Desarrollo siga siendo la región más dinámica del mundo en términos de crecimiento y de comercio, aunque en el caso de China el mercado interno comenzará a tener una mayor relevancia que en el pasado. El proceso será gradual, porque no se cambian hábitos de ahorro en un breve plazo y porque la puesta en marcha de las medidas de mayor protección social será paulatina. Ese dinamismo de Asia hace prever que el precio de las materias primas seguirá elevado por un período relativamente prolongado (¿quince o veinte años?), ya que el "ejército de reserva" de la región seguirá siendo medido en cientos de millones de personas por un largo período de tiempo. Una de las dificultades de América Latina para aprovechar este período para agregar

más valor y conocimiento a sus exportaciones de materias primas será que la estructura de aranceles de China es similar a la del mundo desarrollado, es decir aranceles incrementales a medida que aumenta el valor agregado (CEPAL, 2005).

Finalmente, la nueva revolución tecnológica en marcha, liderada por la biotecnología y la nanotecnología y con la fuerte difusión de las tecnologías de la información y las comunicaciones al mundo en desarrollo, genera oportunidades, tanto en la manufactura como en los servicios y el sector primario. Sin embargo, aprovechar esas oportunidades requiere de la existencia de capacidades locales, sin las cuáles es difícil no sólo adaptar y crear como parte del proceso de innovación, sino incluso adoptar esas tecnologías. La razón es que en muchos casos entender las nuevas tecnologías requiere, a diferencia de otras revoluciones tecnológicas del pasado, un elevado conocimiento científico. Por lo tanto, la posibilidad de aprovechar esta oportunidad dependerá de un conjunto de factores, comenzando por el desarrollo de un verdadero sistema nacional de innovación con relaciones dinámicas entre los participantes; de incentivos para las empresas emprendedoras; de reformas que mejoren la calidad de la educación, enseñado a aprender, a plantear y resolver problemas, y a trabajar en equipo; de incentivos para la formación de ingenieros y técnicos, y para que los investigadores se relacionan con las empresas de

manera de acelerar el progreso técnico en la producción de bienes y servicios. Esta mirada sistémica sobre el proceso de innovación requiere de una estrategia de país que fije el rumbo en el mediano y largo plazo, una estrategia liderada por el Estado pero con amplia participación del sector privado.

Para decirlo en pocas palabras, es previsible que la evolución de la economía mundial fortalezca algunas de las tendencias de los últimos años en varios ámbitos, pero también genere nuevos desafíos y oportunidades. De los países de Latinoamérica dependerá cómo hacemos frente a esos desafíos y cómo aprovechamos esas oportunidades.

ANEXO

CUADRO 1
Impacto de la crisis sobre la demanda interna
% del PIB

	AJUSTES (En porcentajes del PIB, %)					EFECTO TOTAL
	POR LA VARIACIÓN DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO*	POR UNA CAÍDA DEL 15% EN LAS EXP. MANUFACTURERAS	POR UNA CAÍDA DEL 8% EN LOS INGRESOS DEL TURISMO	POR UNA REDUCCIÓN DEL 12% DE LAS REMESAS	POR UNA CAÍDA DEL 35% DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA NETA	
Argentina	-1.9	-1.4	-0.1	-0.1	-0.3	-3.8
Bolivia	-2.1	-0.9	-0.2	-1.5	-0.4	-5.1
Brasil	-1.1	-1.2	0.0	-0.1	-0.3	-2.6
Chile	-5.1	-1.7	-0.1	-0.3	-1.1	-8.3
Colombia	-2.8	-1.2	-0.1	-0.4	-0.7	-5.2
Costa Rica	2.6	-2.8	-0.7	-0.4	-1.2	-2.5
Ecuador	-7.3	-1.2	-0.1	-1.3	-0.3	-10.1
El Salvador	2.4	-1.5	-0.5	-2.7	-0.4	-2.7
Guatemala	1.8	-1.4	-0.3	-2.2	-0.4	-2.4
Haití	5.4	0.0	-0.2	-3.4	-0.1	1.7
Honduras	4.0	-1.7	-0.4	-3.4	-1.2	-2.7
México	-1.2	-2.1	-0.1	-0.3	-0.2	-4.0
Nicaragua	6.6	-1.9	-0.4	-2.7	-1.2	0.4
Panamá	2.9	-1.4	-0.7	-0.4	-1.5	-1.1
Paraguay	-2.8	-1.6	-0.1	-0.6	-0.3	-5.3
Perú	-3.9	-1.4	-0.1	-0.5	-1.0	-6.9
Rep. Dominicana	1.8	-0.6	-0.8	-1.4	-1.0	-2.0
Uruguay	1.9	-2.2	-0.3	-0.1	-1.0	-1.7
Venezuela	-11.9	-0.2	0.0	0.0	0.3	-11.8
América Latina	-2.1	-1.4	-0.1	-0.2	-0.3	-4.2

*En esta columna se incluyeron las previsibles menores remesas por utilidades enviadas al exterior por las empresas transnacionales como consecuencia de los menores precios de exportación, lo que afecta fundamentalmente a Chile, Colombia y Perú.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

NOTAS AL FINAL:

1. Incluso, si la comparación se hace con las proyecciones de 2010, la desaceleración sería mayor en los países en desarrollo que en los desarrollados.
2. El 50% de los emigrantes de Asia están en países en desarrollo (Ratha y Shaw (2007), y Ratha, Mohapatra y Silwal (2009)).
3. El comercio de servicios habría tenido una desaceleración levemente menor que el comercio de bienes.
4. Véase L. Lau (2003)
5. La cuenta corriente mostró un leve déficit en 2008, más que compensado por el ingreso de inversión extranjera directa.
6. A diferencia del "sudden stop" en el flujo de capitales, en este caso lo que hay es un aumento de la demanda de financiamiento para el mismo nivel de actividad. Suponiendo una oferta de financiamiento no infinitamente elástica a la tasa de interés, se produce una restricción financiera. Además en este caso hubo, adicionalmente, un "sudden stop" por varios meses. La restricción externa, al significar una reducción del financiamiento, exige una disminución de la demanda de divisas de igual magnitud. Dejando de lado los ajustes cambiarios y la utilización de reservas internacionales, el ajuste debiera venir por una reducción de las importaciones, de la mano de una caída en el nivel de actividad económica, que sería igual al cociente entre a la caída de las importaciones necesaria y la propensión marginal a importar (Calvo, Izquierdo y Talvi, 2003).
7. Izquierdo y Talvi (2009) argumentan que la menor restricción financiera se explica en gran medida por la mayor predisposición del Fondo Monetario Internacional a prestar al mundo en desarrollo en relación con otras crisis. Si bien éste es un argumento importante, no parece haber sido determinante, ya que la decisión del G20 de otorgar más recursos al Fondo Monetario Internacional fue tomada en abril de 2009, cuando era evidente que el impacto sobre el mundo en desarrollo de la crisis financiera no tendría la magnitud de otras crisis financieras
8. El ritmo de caída del producto al final del primer trimestre de 2009 en relación al tercer trimestre de 2008 había sido en el caso extremo de México de 17% (desestacionalizado y anualizado), pero otros países también

mostraban fuertes tasas anualizadas de caída, como Brasil (7,5%), Chile (5,5%), Perú (4,1%) y Colombia (2,4%). Véase también el Gráfico 9 que muestra la disminución de la actividad de la industria manufacturera.

9. La metodología para estimar el impacto en el sector externo y en la demanda de una disminución de las exportaciones industriales es discutida en Machinea, J.L. (2009^a).
10. Los datos son estimaciones propias a partir de datos de la CEPAL a octubre de 2009.
11. Si bien la reducción de las remesas no representa un importante efecto de la crisis en el total de la región, cabe destacar que en algunos países, especialmente centroamericanos, significa entre 2 y 3 puntos del PIB, además de ser un factor fundamental para explicar la disminución de la pobreza acaecida en los años previos a la crisis. A su vez, a diferencia de lo observado para la región en su conjunto, en Centroamérica la variación de los términos de intercambio contribuyó a compensar parcialmente la caída del PIB. En el anexo se muestra el efecto de cada componente por países.
12. Para calcular el multiplicador fueron tenidas en cuenta ciertas diferencias en relación al impacto de cada componente en la demanda agregada. Por ejemplo, los menores ingresos por exportación, a diferencia de las menores cantidades producidas, tendrían un menor impacto sobre la demanda porque el primer término del multiplicador keynesiano no es relevante. Asimismo, el efecto sobre la demanda de la reducción en la IED no puede computarse en su totalidad, ya que buena parte de ésta es destinada a la adquisición de empresas ya existentes. Para el ejercicio, se supuso que sólo la mitad de la inversión es inversión efectiva (greenfield). A diferencia de ello otras consideraciones no fueron tomadas en cuenta para el cálculo del multiplicador. Por ejemplo, los menores ingresos por la caída de los precios de exportación posiblemente no tengan el mismo impacto en el consumo que la disminución de las remesas, considerando el distinto nivel de ingresos de los receptores y, consecuentemente, las distintas propensiones a consumir.
13. Argentina también tuvo un aumento importante del gasto (2,7% del Producto), pero ello no fue resultado del ahorro previo sino, básicamente, de la expropiación de los ahorros en el sistema privado de pensiones.
14. CEPAL (2009b).
15. La capacidad de préstamo del Fondo antes de la reunión de abril del G20 se estimaba en 250.000 millones, de los cuales alrededor de 200.000

correspondían a cuotas y alrededor de 50.000 mediante la activación de los acuerdos generales y de los nuevos acuerdos para tomar prestado, por los cuales algunos miembros se comprometen a prestar recursos en caso de necesidad (Fernández y Delgado, 2009).

16. Sin considerar los nuevos aportes acordados en la reunión del G20 de Londres, el tamaño de los recursos del FMI se habían reducido de un equivalente a 1,2% del PIB, 6,7% del comercio y 27% de las reservas mundiales en 1983 (cuando su capital relativo ya era menor que en su origen), a 0,6%, 1,7% y 4,5%, respectivamente, en 2009.
17. El proceso de deslocalización genera un aumento del comercio como lo ejemplifica el caso del Sudeste Asiático de los últimos años, donde lo que eran exportaciones de Corea y Japón a Estados Unidos, pasaron a ser venta de insumos a China y exportaciones de China a Estados Unidos. Esta deslocalización generó un aumento del comercio en el contexto de una producción similar de bienes finales. Es difícil prever que ese ritmo pueda mantenerse a escala global después de haberse materializado en China.
18. Véase al respecto el discurso del Presidente Obama el 27 de enero de 2010, donde anuncia un estímulo para las empresas de Estados Unidos que operen en el territorio de ese país.
19. Al respecto véase, C. Pérez (2008). Por su parte, Ghemawat (2007) enfatiza que las fronteras nacionales van a seguir generando nichos de demanda al interior de los países.
20. El consumo privado, después de haber promediado el 67% del producto entre 1975 y 2000, llegó a 72% en 2007. Vale la pena recordar que el consumo en Estados Unidos representa el 19% del PBI mundial a precios corrientes
21. Los ingenieros y científicos que egresan cada año de las universidades chinas llega a 550.000 personas, casi un 50% más de los que egresan de las universidades americanas, pero todavía inferior a los 700.000 que egresan de las universidades de la India (S. Roach, 2009, capítulo 3).

BIBLIOGRAFÍA:

- Alonso, José Antonio (2009), "Coordinación macroeconómica internacional: difícil pero necesaria" en *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, editado por José A. Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steimberg, Ediciones Empresa Global.
- Blanchard, Olivier (2009), "Sustentar la recuperación mundial", Finanzas y Desarrollo, Revista trimestral de FMI, Septiembre.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi (2003), "Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: Argentina's lessons", NBER Working Paper Series, N° 9828, National Bureau of Economic Research.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2009a), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2008-2009*, Santiago de Chile.
- _____ (2009b), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2009*, Santiago de Chile.
- _____ (2008a), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2008*, Santiago de Chile.
- _____ (2008b). *La transformación productiva 20 años después. Viejos problemas, nuevas oportunidades*, CEPAL-Naciones Unidas.
- _____ (2008c), *El Arco del Pacífico Latinoamericano y su proyección a Asia-Pacífico*, Santiago de Chile.
- _____ (2005), *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2004. Tendencias 2005*, Santiago de Chile.
- Fanelli, Jose M. (2008), *MERCOSUR: integración y profundización de los mercados financieros*, Red MERCOSUR de Investigaciones Económicas.
- Fernandez J. M. y M. Delgado (2009), "El papel de la financiación del FMI en la arquitectura financiera internacional" en *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, editado por José A. Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steimberg, Ediciones Empresa Global.

G-20 (2009), London Summit, Leader Statement, 2 de abril.

Ghemawat, Pankaj (2007), "Redefining Global Strategy", Harvard Business School Press, September.

IMF (International Monetary Fund) (2009), *World Economic Outlook. Sustaining the Recovery*, Washington D.C., October.

IMF (International Monetary Fund) (2007) *World Economic Outlook, Globalization and Inequality*, Washington D.C., October.

Izquierdo, A. y Talvi, E. (2010), "The Aftermath of the Global Crisis: Policy Lessons and Challenges Ahead for Latin America and the Caribbean", Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

_____ (2009), "Policy Trade-offs for Unprecedented Times: Confronting the Global Crisis in Latin America and the Caribbean", Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Lau, L. (2003), "Testimony at a Hearing of The Congressional-Executive Commission on China on 'Is China Playing by the Rules? Free Trade, Fair Trade, and WTO Compliance'," Senate Dirksen Building Room 419, Washington, D.C., September 24th.

Machinea, José Luis y Guido Zack (2010), "El impacto de la crisis en América Latina" en *Crisis global: hacia un nuevo modelo económico y social*, Federaciones de Cajas de Ahorro Vasco-Navarras.

Machinea, José Luis (2009a), "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica", CEPAL, Revista de la CEPAL N° 97, Abril.

_____ (2009b), "Crisis financiera: orígenes, evolución y riesgos", Instituto de Estudios Latinoamericanos (IELAT), Universidad de Alcalá (UAH).

_____ (2009c), "Algunas reflexiones respecto a las reformas de la arquitectura financiera en el ámbito nacional e internacional", Instituto de Estudios Latinoamericanos (IELAT), Universidad de Alcalá (UAH).

_____ (2009d), "En busca del crecimiento con equidad: innovación y cohesión social", en Felipe González (ed.), *Iberoamérica 2020. Retos ante la crisis*, Fundación Carolina y Siglo XXI de España Editores.

Obama, Barack (2010), "I promised I wouldn't just do what was popular. I would do what was necessary", January 28th.

Ocampo, José Antonio y Juan Martín (2003), *Globalización y desarrollo: una reflexión desde América Latina y el Caribe*, Alfaomega Colombiana.

OMC (Organización Mundial del Comercio) (2009), "Revista General de la evolución del Entorno Comercial Internacional", Órgano de Examen de las Políticas Comerciales, Informe Anual del Director General, 18 de noviembre

ONUDI (Organización de las Naciones Unidas para el Desarrollo Industrial) (2004), *Inserting local industries into global value chains and global production networks: opportunities and challenges for upgrading*, Viena.

Pérez, Carlota (2008), "Technological revolutions and techno-economic paradigms" *Cambridge Journal of Economics*, September 15th.

_____ (2001), "Cambio tecnológico y oportunidades de desarrollo como blanco móvil", *Revista de la CEPAL*, número 75, Santiago de Chile.

Prebisch, Raúl (1949), "El desarrollo económico de América Latina y alguno de sus principales problemas", *Estudio económico de América Latina, 1948*, Santiago de Chile, CEPAL.

Ratha, Dilip, Sanket Mohapatra, and Ani Silwal (2009), "Migration and Remittance Trends 2009 A better-than-expected outcome so far, but significant risks ahead", *Migration and Development Brief 11*, Development Prospects Group, World Bank, November 3th.

Ratha, Dilip and William Shaw (2006), "South South Migration and Remittances", *World Bank Working Paper 102*.

Razeen Sally (2010), "International Trade and Emerging Protectionism since the Crisis", *Real Instituto Elcano*, 15 de enero.

Roach, Stephen (2009), *The Next Asia: Opportunities y Challenges for a New Globalization*, John Wiley and Sons Inc. Hoboken, New Jersey.

Steinberg, Federico (2009), "Legitimidad y representatividad del Fondo Monetario Internacional" en *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, editado por José A. Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steinberg, Ediciones Empresa Global.

The Economist (2010), "Stop! The backlash against big government" 23 de enero.

United Nations (2009), Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, United Nations, New York, September 21st.

Colección de Documentos de Trabajo del IELAT

DT 1: Jaime E. Rodríguez O., *México, Estados Unidos y los Países Hispanoamericanos. Una visión comparativa de la independencia*. Mayo 2008.

DT 2: Ramón Casilda Béjar, *Remesas y Bancarización en Iberoamérica*. Octubre 2008.

DT 3: Fernando Groisman, *Segregación residencial socioeconómica en Argentina durante la recuperación económica (2002 – 2007)*. F. Abril 2009

DT 4: Eli Diniz, *El post-consenso de Washington: globalización, Estado y gobernabilidad reexaminados*. Junio 2009.

DT 5: Leopoldo Laborda Catillo, Justo de Jorge Moreno y Elio Rafael De Zuani, *Externalidades dinámicas y crecimiento endógeno. Análisis de la flexibilidad de la empresa industrial español*. Julio 2009

DT 6: Pablo de San Román, *Conflicto político y reforma estructural: la experiencia del desarrollismo en Argentina durante la presidencia de Frondizi (1958 - 1962)*. Septiembre 2009

DT 7: José L. Machinea, *La crisis financiera y su impacto en América Latina*. Octubre 2009.



Universidad de Alcalá
Instituto de Estudios Latinoamericanos

Todas las publicaciones están disponibles en la página Web del Instituto: www.ielat.es

© Instituto de Estudios Latinoamericanos (IELAT)

Los documentos de trabajo que IELAT desarrolla contienen información analítica sobre distintos temas y son elaborados por diferentes miembros del Instituto u otros profesionales colaboradores del mismo. Cada uno de ellos ha sido seleccionado y editado por el IELAT tras ser aprobado por la Comisión Académica correspondiente.

Desde el IELAT animamos a que estos documentos se utilicen y distribuyan con fines académicos indicando siempre la fuente. La información e interpretación contenida en los documentos son de exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente reflejan las opiniones del IELAT.

Instituto de Estudios Latinoamericanos
Colegio de Trinitarios
C/Trinidad 1 – 28801
Alcalá de Henares (Madrid)
España
34 – 91 885 2579
ielat@uah.es
www.ielat.es

P.V.P.: 20 €