
Primera parte:
Caracterización de la crisis

Crisis financiera: orígenes y determinantes

Resumen:

El artículo analiza los orígenes de la crisis financiera con epicentro en Estados Unidos. Se discuten las razones vinculadas a las fallas del mercado y a las políticas públicas; entre estas últimas se discuten las bajas tasas de interés por un período exageradamente prolongado y la existencia de excesivas redes de seguridad orientadas a rescatar a las entidades financieras y en particular a los grandes bancos en situaciones de crisis. Ambas políticas tienden a generar excesivos riesgos y, por ello, podrían ser factores relevantes en la presente crisis. Otro error de política serían las inadecuadas regulaciones. Sin desconocer estos factores el artículo pone énfasis en la excesiva desregulación en un contexto de claras fallas del mercado como el factor central que habría provocado la crisis, que se ha visto potenciado por la opacidad e interconexión del sistema, los incentivos a los gerentes y el papel de las agencias de riesgo. Las reflexiones finales están orientadas a los cambios necesarios en las regulaciones monetarias y financieras para evitar la repetición de eventos de esta magnitud.

Palabras clave:

crisis financiera, fallas del mercado, tasas de interés, regulaciones, opacidad, interconexión

Abstract:

The article analyzes the origins of the financial crisis with epicenter in the United States. Market and public policies failures are discussed, including, among the latter ones, the low interest rates for an extremely prolonged period and the presence of excessive public safety nets aimed at rescuing financial institutions, mainly the big banks in crisis. Both policies could encourage excessive risk-taking and hence can be important factors in the current crisis. Other public policy failure would be the lack of appropriate regulations. In spite of these factors, the article emphasizes the excessive deregulation in a context of clear market failures as the main factor behind the crisis. Opacity of information and the system's interconnection, together with management incentives

and the role played by the rating agencies have propelled the crisis to unknown levels. The final reflections are aimed at discussing the necessary changes in the monetary and financial policies and regulations in order to avoid the resurgence of similar events.

Key words:

financial crisis, market failures, interest rates, regulations, opacity, interconnection

Crisis financiera: orígenes y determinantes

I. Introducción

Ha transcurrido más de un año desde que en septiembre de 2008 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.

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. El 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. Hay un cierto consenso sobre la

importancia de estas medidas y sobre la necesidad de no restringirlas en el corto plazo, so pena de que la economía mundial vuelva a entrar en fuerte recesión¹. Al mismo tiempo, 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 la sostenibilidad de la recuperación está vinculada a si en el momento en que se reduzcan sensiblemente los estímulos fiscales y monetarios, el sector privado será capaz de reemplazarlos mediante el aumento de la demanda de bienes de consumo y de capital.

Por su parte, las dificultades con el sistema financiero no han terminado. Los bancos no han reconocido y por ende provisionado casi la mitad de las pérdidas, lo que implica un desafío en términos del capital requerido para su

capitalización (FMI, 2009, capítulo 4). Los beneficios que han generado durante los últimos meses pueden ser una parte de la necesaria capitalización, 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 disminución de la demanda, de las medidas para evitar un colapso de la actividad económica y de la sostenibilidad del crecimiento a la salida de la crisis, la otra discusión relevante enlaza 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 en general y ésta en particular. Más allá de ciertos consensos, la importancia de distintos factores para explicar el origen de la crisis, tales como el peso relativo de los desequilibrios globales, la política de bajas tasas de interés de la Reserva Federal a comienzos de la presente década, las deficientes regulaciones, los incentivos para asumir excesivos riesgos y la excesiva liberación de los mercados financieros a fines de la década de los noventa siguen generando discusiones en dis-

tintos 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.

II. Los orígenes de la crisis

Opacidad e interdependencia

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 parte fueron conformando un verdadero sistema financiero en las sombras. Una muestra de esa opacidad está dada por: a) la mayoría de las operaciones del mercado de derivados, que sumaba 550 billones de dólares, o sea diez veces el producto mundial, no estaban registradas²; b) las operaciones que supuestamente estaban destinadas a la cobertura de riesgo de los créditos (*Credit Default Swaps*) superaban los 60 billones de dólares, aunque es

difícil imaginar cómo se pueden asegurar operaciones que en caso de riesgo sistémico están vinculadas entre ellas; c) la creciente sofisticación de muchas operaciones, por ejemplo de derivados, sólo podía ser entendida por un pequeño grupo de expertos, pero no por la mayoría de los clientes, ni por los ejecutivos de los bancos y por gran parte de los reguladores; d) muchos de los grandes bancos no incluían en el balance un conjunto de operaciones (*Special Investment Vehicles*), una práctica permitida y hasta incentivada por el Acuerdo de Basilea I, y por ende los balances no reflejaban el verdadero estado patrimonial de las entidades o, al menos, los riesgos a los que el patrimonio estaba expuesto³; y e) los inversores, y a medida que pasaba el tiempo los bancos, no sabían cuál era el verdadero valor de los “paquetes de hipotecas” que habían comprado y vendido⁴.

Como consecuencia de lo mencionado en el punto e), 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, 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 originada en los bancos de Estados Unidos y que al inicio de la crisis estaban en manos de los intermediarios financieros europeos, o la decisión de rescatar a la principal compañía de seguros del 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; más aún, hay razones para pensar que la opacidad fue lo que facilitó ciertas operaciones que luego se mostrarían como “inexplicables”. Sin embargo, a nuestro entender, los orígenes profundos deben buscarse en otras variables e indicadores.

Si bien hay un reconocimiento, aunque no generalizado, respecto a que la casi total desregulación de los mercados financieros es central para explicar la crisis, hay otros factores que han sido resaltados para intentar esclarecer sus orígenes: a) las bajas tasas de interés de la Reserva Federal en la primera mitad de la presente década, que incentivaron la toma de créditos y la búsqueda de riesgos excesivos con el

objetivo de obtener una mayor rentabilidad; b) el riesgo moral asociado a la creencia de que las entidades, al menos las de mayor tamaño, serían rescatadas en caso de crisis 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, aunque las bajas tasas de interés serían, según varios analistas, resultado de los grandes desequilibrios globales de las cuentas corrientes. En particular, algunos “excesos” de ahorro en los países en desarrollo (en particular en China) y monedas “apreciadas” generaron fuertes superávit en cuenta corriente y facilitaron la acumulación de reservas internacionales. La contrapartida de este superávit fue un gran crecimiento del consumo privado en Estados Unidos –del 67% del PIB en 1975-2000 al 72% en 2007–. O sea, en esa explicación las bajas tasas de interés serían el resultado del elevado ahorro del resto del mundo y su preferencia por mantener ese ahorro en papeles en dólares emitidos, en especial por el gobierno, en Estados Unidos.

Cada uno de estos factores, y algunos otros que se discuten después, han 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 factores anteriormente mencionados⁷.

La centralidad de las deficiencias del mercado

A partir de la década de 1980 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 Estados Unidos en 1933 (Glass-Steagall Act), la ampliación del apalancamiento de la banca de inversión en 2004⁸, y la regulación impulsada por los Acuerdos de Basilea que permitía a las entidades financieras medir su propio riesgo y establecer sus propios requerimientos de capital y admitía, incluso incentivaba, mantener varios activos fuera del balance, sin requerimientos de capital. Fue esa confianza en la autorregulación del mercado la que determinó que con el paso del tiempo la regulación y supervisión fuera más laxa. Una confianza que difícilmente se puede justificar a la luz de la experiencia histórica, porque la mayoría de las medidas de regulación fueron el resultado de la evaluación que se realizó en la década de los años treinta y que concluyó que la crisis había sido generada por el excesivo predominio de mercados financieros no regulados; una lección que fue confirmada por

las sucesivas crisis que sufrieron básicamente los países en desarrollo durante las últimas décadas.

Lejos de aquellos que destacan la tendencia a la estabilidad del sistema financiero, Minsky (1986) y Kindleberger (1978) enfatizaron su inestabilidad endémica como la razón principal detrás de las crisis financieras⁹. La historia, decían ellos, muestra que la euforia, la que es financiada por una expansión del crédito, lleva a que a medida que avanza la fase expansiva del ciclo 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”¹⁰. De esa manera, Minsky nos explicaba en los años ochenta la operatoria *sub-prime* de nuestros días, un desarrollo de burbujas y créditos vinculadas a ellas que, como nos recuerdan C. Reinhart y K. Rogoff (2009), tiene una historia de siglos.

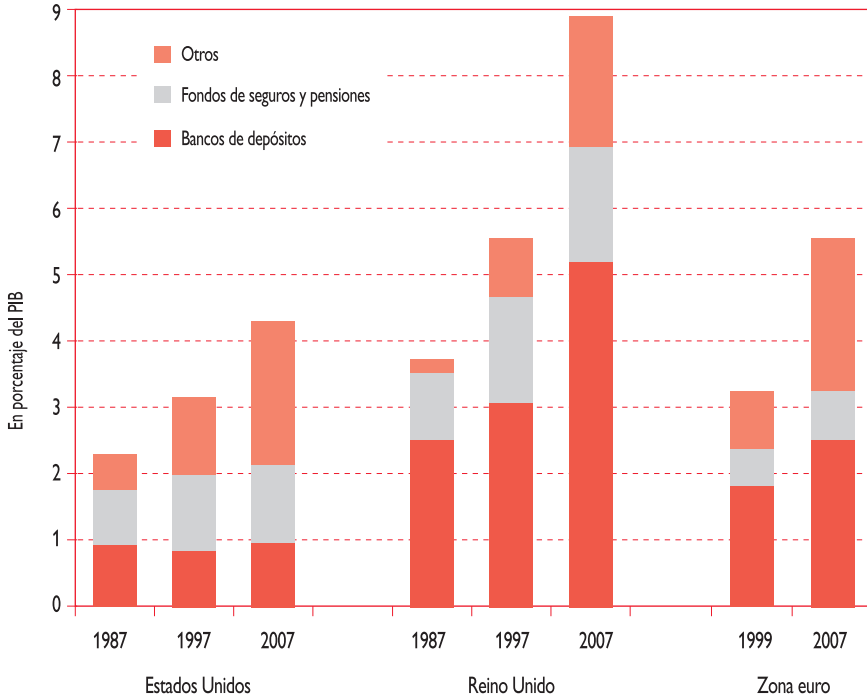
El aumento del crédito, que muchas veces se da en el contexto de una política monetaria acomodaticia, se potencia durante la expansión por el aumento de la relación entre activos y patrimonio (*apalancamiento*)¹¹. Históricamente esta relación es resultado de innovaciones menos demandantes de capital y de la aparición de nuevos intermediarios menos regulados, 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 1)¹².

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.

A los problemas de solvencia se le debe agregar 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, una tendencia que se potenció de la mano del desarrollo del

Gráfico I

Tamaño y distribución de los activos financieros en porcentaje del PIB



Fuente: FMI (2008, capítulo 2).

mercado de capitales durante la presente crisis. Un excesivo descalce convierte a las entidades en muy vulnerables, ya que cuando los inversores de los mercados de capital, que suelen estar mejor informados que el depositante promedio, comienzan a observar dificultades relacionadas con la calidad de los activos tienden a reducir su financiamiento. La creciente iliquidez afecta la solvencia en la medida en que las entidades deban liquidar activos a “precios de

remate” para hacer frente a sus obligaciones. La magnitud del impacto en la solvencia depende de varios factores, entre ellos del tamaño de la burbuja y de la existencia de un prestamista de última instancia, que resuelva los problemas de liquidez y evite que una venta precipitada genere que la caída en el precio de los activos sea muy pronunciada.

La crisis actual se enmarca dentro de lo descrito en los párrafos precedentes, aunque hay

tres factores que potenciaron algunos de los elementos arriba mencionados: la posibilidad de dar créditos y no tener la responsabilidad de cobrarlos, los grandes bonos de los directivos de las entidades financieras vinculados a las ganancias de corto plazo de las entidades, y la calificación de las agencias de riesgo, que simultáneamente eran clientes de las entidades que emitían los papeles a calificar.

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. Acudir a los mercados monetarios (*money markets*) y a los mercados de capitales es una tendencia de los últimos años que se explica por las facilidades asociadas con obtener créditos por montos elevados sin tener que incurrir en costos administrativos asociados a los depósitos. Cuando esta tendencia se complementaba con la transformación de esas hipotecas en bonos garantizados por esas mismas hipotecas (*securitización*) el cuadro se consumaba: se evitaba el “problema de los depósitos”, se potenciaba el apalancamiento y se eludía la responsabilidad sobre la calidad de los créditos.

Cabe hacer un comentario adicional sobre la distorsión de los incentivos en el otorgamiento de créditos ocasionada por la *securitización* de los activos. La operatoria de pasar del banco al mercado como elemento central de la diversificación del riesgo tiene una clara ventaja en

términos de liquidez y, además, permite diversificar el riesgo más allá de una determinada área geográfica, incluyendo las fronteras de un país. Claro está que estas ventajas presuponen que la información es suficientemente transparente para que los inversores conozcan el riesgo del “paquete” que están comprando, un principio que estuvo lejos de cumplirse. Además, el reemplazo del banco por el mercado genera algunos interrogantes ya que, si todos fueran productos “enlatados”, ¿cuál sería la ventaja de conocer al cliente que ha sido uno de los principales factores detrás de la aparición de los bancos? Si el conocimiento del cliente no afectara la rentabilidad de una entidad financiera, ¿dónde estarían los incentivos para otorgar buenos créditos?

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.

Es interesante notar que 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 debieron mantener la parte más riesgosa del paquete de hipotecas u otros créditos que estaban vendiendo (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).

Respecto de los incentivos de los directivos de las entidades financieras ya se ha escrito mucho, aunque vale la pena recordar que en un contexto de grandes ganancias de corto plazo asociadas a la “innovación”, los principales ejecutivos de los cinco principales bancos de inversión se repartieron 36.000 millones de dólares en 2007 (Reinhart y Rogoff, 2009). Quisiéramos aquí enfatizar dos temas. 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 específicos 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; la manera de lograrlo es haciendo a estos directivos económica y penalmente responsables por acciones reñidas con ciertas normas éticas. Es decir, los incentivos deben ser lo más simétricos posibles: mayores ingresos si el negocio anda bien, y ciertos costos si ése no fuera el caso, en especial si hay operaciones cuya legalidad es cuando menos dudosa.

Por último, las agencias de riesgo, que eran contratadas por las entidades financieras para evaluar los nuevos instrumentos que se emitían, aparecían como jueces y parte. Sus ingre-

sos dependían de ser contratados para la evaluación, y es razonable suponer que el ser contratado dependía de la evaluación¹³. El resultado fueron altas calificaciones para ciertos instrumentos que casi nadie sabía qué contenían. Eso cerraba el círculo: se podían otorgar malos créditos que luego se vendían en el mercado de capitales con una buena calificación otorgada por la agencia de riesgo; se aumentaba de esa manera la rentabilidad de la institución y por ende el bono de sus directivos.

Cuando se consideran estos tres factores, el ciclo de auge y colapso del sistema financiero que explicaba Minsky cobra una nueva dinámica y, en especial, una nueva magnitud.

La economía política del 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, ése 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.

En este ciclo, si bien hubo quienes alertaron sobre la fragilidad del auge, hubo muchos más que encontraron, como en otras oportunidades, argumentos para explicar el aumento del precio de los activos y la expansión del crédito. Una vez más el argumento fue que, como titulan su libro Reinhart y Rogoff (2009), “esta vez es diferente”. Entre los argumentos estuvieron aquellos vinculados al sistema financiero de Estados Unidos como el más seguro del mundo, con las mejores instituciones monetarias y con el mercado de capitales más desarrollado; la necesidad de los países en desarrollo de contar con un lugar seguro para invertir sus ahorros; la aparición de nuevos instrumentos financieros que permitían a nuevos inversores entrar al mercado de hipotecas y, en general, la enorme capacidad de innovación y de generación de beneficios de la industria financiera de Estados Unidos. Entre los mentores de estas ideas se

encuentran Ben Bernanke y Alan Greenspan (Reinhart y Rogoff, 2009, capítulo 13). Una vez más, los hechos volvieron a mostrar que nunca es muy diferente.

La economía política del proceso es posiblemente la principal razón para ser escépticos sobre la capacidad de las autoridades de regular los ciclos. Por lo tanto, lo más conveniente pareciera ser la reducción de la discrecionalidad de los gobernantes mediante la introducción de ciertas reglas contracíclicas en el otorgamiento de créditos¹⁴. No se nos escapa que esta medida es difícil de imponer; ésta es, sin embargo, la coyuntura para hacerlo.

III. De las fallas del mercado a las fallas del gobierno: el papel de las políticas públicas

Hay una extensa literatura respecto a los errores en las políticas públicas como determinantes de las crisis financieras (Hayek, 1939). La escuela de las expectativas racionales terminó de dar los argumentos definitivos a esta posición, ya que en un mundo de expectativas racionales es imposible imaginarse cambios tan bruscos en el comportamiento de los agentes económicos como los que caracterizan a las crisis, en especial cuando este cambio de expectativas no está asociado a fuertes variaciones en la conducta prevista del sector público (Machinea, 2009a y C. Pérez, 2009).

A continuación se pasa revista a algunas de las eventuales fallas del gobierno que habrían producido la crisis.

Bajas tasas de interés y los desequilibrios globales

La política monetaria excesivamente expansiva de 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 crecimiento⁴⁵. Estas tasas fueron, por cierto, inferiores a las que hubiesen resultado de aplicar la “regla de Taylor” (Fernández de Lis y Ontiveros, 2009).

Desde una óptica estructural, se puede argumentar que la política de bajas tasas de interés fue consecuencia de la mala distribución del ingreso y de un exceso de fondos prestables en el mercado internacional. Repasemos brevemente la mala distribución del ingreso como una de las razones que llevó a establecer bajas tasas de interés (Naciones Unidas, 2009)⁴⁶. El argumento se fundamenta en la profundización de la inequitativa distribución del ingreso que comenzó a mediados de los años ochenta en Estados Unidos e Inglaterra, y que produjo

que los frutos del crecimiento casi no llegaron a los sectores de ingresos medios y bajos de estos países. De hecho, el coeficiente Gini en Estados Unidos pasó de un valor de 0,38 en 1982 a 0,43 en 2006 (Roach, 2009). Gran parte de este empeoramiento en la distribución del ingreso se explica por su concentración en el 10% más rico. De hecho, éste fue el único sector donde el aumento del ingreso superó al incremento de la productividad de la economía de Estados Unidos entre 1997 y 2004 (Gordon y Dew-Becker, 2005). Como consecuencia de ello, la mayor actividad no generó, como en otros períodos de crecimiento, un incremento automático de los ingresos y por ello de la demanda. La ausencia de una demanda dinámica para sostener el ciclo ascendente habría sido reemplazada por las políticas de bajas tasas de interés y de crédito abundante, lo que permitió, en el contexto de un fuerte endeudamiento del sector privado, que el consumo creciera aceleradamente⁴⁷. El argumento es convincente, ya que la ausencia de un incremento de demanda asociado a los ingresos puede haber aumentado la presión para encontrar un sustituto, como sería la expansión del crédito. Sin embargo, no pareciera que haya sido un factor determinante, porque, en el extremo, presupone una estrategia basada en dar crédito a los que no tenían suficientes recursos. Además, este argumento es muy *ad hoc* para esta crisis, ya que no todas las crisis asociadas a una excesiva expansión del crédito se producen en

períodos de empeoramiento en la distribución del ingreso.

Por su parte, el exceso de fondos prestables en los mercados internacionales sería el resultado de: a) el intento de varios países, en particular de China, de evitar la apreciación de la moneda local mediante la compra de dólares por parte del Banco Central; b) la política de autoseguro mediante la acumulación de reservas de la 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 petroleros¹⁸. Este aumento del ahorro en “el resto del mundo” sería la contrapartida de la baja tasa de ahorro de 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 diez años el país que generó más del 60% del déficit en cuenta corriente de los países “deficitarios”. Desde esta óptica, mientras existan estas elevadas tasas de ahorro en el mundo en desarrollo, habría un sesgo a tasas de interés relativamente bajas en los países desarrollados, ya que es en esos países donde se invierte este “exceso de ahorro”. Dado que 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, se corre el riesgo de que el cambio se produjera de forma brusca, lo que podría generar un desplome del dólar y un aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, con su impacto negativo en la economía mundial. Es justo reconocer que esta crisis no tuvo estas características. La crisis no se produjo como consecuencia de una corrida sobre el dólar; más aún, su consecuencia fue una mayor demanda de dólares como mecanismo de defensa ante la incertidumbre. Sin embargo, la acumulación de deuda podría, en algún momento, producir ese efecto. Se requiere, por lo tanto, disminuir estos desequilibrios para evitar situaciones poco sostenibles en el mediano plazo y, por ende, precursoras de crisis globales¹⁹.

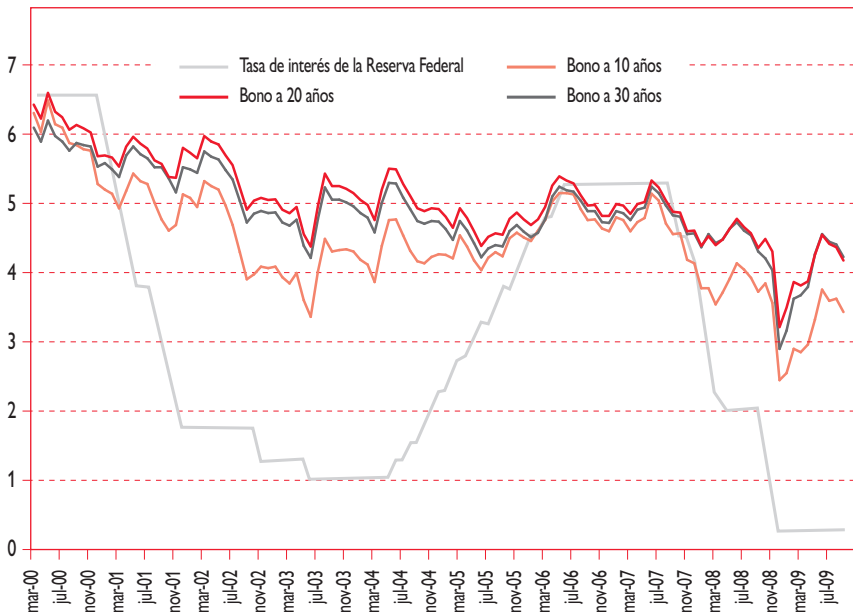
Hay, sin embargo, algunos comentarios que es conveniente hacer respecto a su efecto en la crisis que nos ocupa. En primer lugar, la abundancia de fondos prestables en los mercados internacionales debe matizarse por el hecho de que no hubo un aumento del ahorro global, ya que el incremento en China fue compensado por la disminución del ahorro en Japón y Europa (Eichengreen, 2005)²⁰. Sin embargo, es probable que la modificación en los países que más ahorran haya aumentado la demanda de dólares, o sea, generando un mayor financiamiento para Estados Unidos, ya que China muestra una tendencia a ahorrar en dólares, mientras que Japón y Europa tienden a ahorrar en su moneda local.

En segundo lugar, a diferencia de lo que se suele sostener, el problema no fue sólo el gran ahorro de China, sino también el inexistente ahorro de las familias de Estados Unidos. Más aún, una política de mayores tasas de interés de la Reserva Federal 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 tercer 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

Gráfico 2

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.

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 2). 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 (Machinea, 2009a).

Estos argumentos están en línea con un trabajo reciente del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2009, capítulo 3) 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 plazo²¹. Un argumento similar se encuentra en Bernanke (2010).

Inadecuadas medidas de resolución de la crisis: el riesgo moral

La presencia excesiva de redes de seguridad pública, que evita el efecto disciplinador del mercado, podría ser una de las razones por la que las entidades financieras hayan 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 riesgo²². Si bien en nuestros días es difícil encontrar muchas opiniones favorables a este punto de vista, no puede ignorarse el hecho de que una actitud permanente de las autoridades tendente a salvar a las grandes entidades financieras en problemas puede generar una toma excesiva de riesgos, tanto de parte de los inversores como de las entidades²³.

Sin embargo, lo que este argumento no toma en cuenta es por qué 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, el 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”). No se nos escapa que, si bien de esa manera puede reducirse el riesgo moral de los accionistas, puede seguir habiendo cierto riesgo moral de los inversores. Para ello, la “discrecionalidad constructiva” del Banco Central debiera ser un elemento disuasivo.

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 y en particular a las grandes entidades financieras en medio de una crisis. La disciplina debe ser previa.

Ello no significa que el problema del riesgo moral asociado a entidades “demasiado grandes para quebrar” no merezca un tratamiento especial, ya que hay varias cuestiones que dependen de la manera en que se resuelva una situación de crisis: el costo fiscal, la posibilidad de riesgo sistémico y, vinculado a ello, la capacidad de “negociación” de los directivos de la entidad en dificultades. Lo principal, entonces,

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 años setenta y varios países de América Latina que tuvieron que enfrentar crisis financieras en los años ochenta y noventa tienen experiencias y metodologías que podrían ser de utilidad. Alternativa o complementariamente, es posible imponer una tasa especial a los grandes bancos por los riesgos sistémicos que los mismos entrañan²⁴.

Por otra parte, lo que muestra la actual crisis es que tampoco parece viable un sistema dual, donde hay algunos intermediarios financieros regulados y supervisados y con una red de seguridad explícita, y otros no regulados pero sin red de seguridad (*narrow banking*). Como fue mencionado previamente, la interconexión de los intermediarios hace poco viable esta alternativa²⁵. La solución pasa por evitar una excesiva expansión de los intermediarios financieros sin red de seguridad y mejorar las regulaciones en la parte del sistema que no ha estado regulada. Vale la pena recordar que en esta crisis los problemas surgieron primero en los intermediarios financieros sin regulación o con una regulación más laxa, y fue necesario intervenir para evitar una quiebra en cadena. Las deficiencias de la regulación no desaparecen eliminando la regulación.

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 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 el riesgo de 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. Al respecto, y más allá de las dificultades de los reguladores para seguir las complejidades de las innovaciones financieras, a nuestro modo de ver, gran parte de la respuesta 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, 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.

IV. Reflexiones finales

Los orígenes de la crisis 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 a lo largo de la historia como consecuencia de la inestabilidad endémica del sistema, la que principalmente se manifiesta en un excesivo apalancamiento procíclico. En ese contexto de desregulación, ingredientes centrales de la crisis fueron la posibilidad de dar créditos y pasar a otros inversores el riesgo de cobrarlos, los incentivos asociados a las retribuciones de los ejecutivos y los estímulos perversos de las agencias de riesgo que se convirtieron en juez y parte en la calificación de entidades e instrumentos. Sin la opacidad que caracterizó al sistema es imposible pensar que la mala evaluación del riesgo hubiese alcanzado los niveles que caracterizaron a esta crisis. A su vez, sin la magnitud de la interconexión entre entidades financieras, la crisis difícilmente hubiese tenido las proporciones que adquirió en Estados Unidos y en el ámbito global.

Por lo tanto, es necesario mejorar la regulación y supervisión del sistema. Es esa regulación la que debe ser el instrumento central para evitar o reducir la ocurrencia de crisis asociada a la exuberancia de los mercados de crédito. Dados los problemas de economía política para implantar medidas contra-cíclicas en la fase ascendente del ciclo, debiera fijarse una regla que establezca la evolución del apalancamiento del sistema, de manera que éste disminuya en la fase ascendente del ciclo y aumente en la

recesión. A ello debieran agregársele regulaciones específicas si se observara un excesivo crecimiento del crédito a un sector que esté provocando el aumento del precio de un activo.

Ello implica, a nuestro entender, que la tasa de interés no debe ser el instrumento para regular el precio de los activos, ya que al menos hay dos objetivos, y como sabemos ya son demasiados, a los cuales la política monetaria debiera orientar el esfuerzo: la inflación y el nivel de actividad económica²⁶. Si bien es cierto que usualmente la tasa de inflación y crecimiento del producto están claramente relacionadas, debe considerarse la existencia de divergencias en casos de *shocks* de oferta o de ciertas asimetrías entre un aumento o disminución de la inflación, asimetrías asociadas a ciertas rigideces nominales. A ello debiera agregársele la intervención discrecional en el mercado cambiario para evitar bruscas oscilaciones del tipo de cambio, en especial fuertes apreciaciones. Sin embargo, considerando las imperfecciones en el mercado de capitales, el costo no es tanto los grados de libertad de la política monetaria sino el costo fiscal asociado a la esterilización. Además, es posible agregar un instrumento adicional, como son las trabas al movimiento de capitales, cuando la tendencia a la apreciación reconoce sus razones en el ingreso de capitales²⁷.

No hay duda de que los desequilibrios globales crearon las condiciones para la exuberancia 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 exuberancia continuó aun en el período en que la Reserva Federal comenzó a dar señales de que la etapa 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 consecuencia de las mismas.

En cualquier caso, los desequilibrios globales generan tensiones económicas y políticas que imponen riesgos de bruscos ajustes en los tipos de cambio y las tasas de interés y que exacerban las políticas proteccionistas. Estas tensiones tienen alcance global en la medida en que involucran a Estados Unidos y China, por lo que reducir estos desequilibrios es esencial para asegurar la sostenibilidad del crecimiento global. Por lo tanto, al menos parte del aumento de la demanda que se requiere para hacer sostenible la recuperación no debiera venir del sector privado de los países deficitarios, o sea que si bien se necesita un aumento de la demanda del sector privado en Estados Unidos, el mismo tiene que ser complementado con el incremento de la demanda en los países superavitarios (principalmente China, Alemania y Japón). Asimismo, el ajuste de estos desequilibrios implica la apreciación del tipo de cambio de los países superavitarios. En particular, en la medida en que el yuan no se aprecie respecto del dólar, reducir el desequilibrio requerirá una mayor apreciación de las monedas del resto de los países en desarrollo y de los desarrollados²⁸.

Del mismo modo, reducir los desequilibrios globales requiere de dos medidas adicionales. En primer lugar, la existencia de un prestamista global de última instancia que reduzca el sesgo al autoaseguramiento de los países en desarrollo en caso de crisis. Pasos en esta dirección han sido dados con el aumento de los recursos del FMI y la introducción de mayor flexibilidad en su política de créditos. En segundo lugar, ir gradualmente reemplazando el dólar como moneda de pago y de reserva por una moneda internacional como los Derechos Especiales de Giro, lo que hará a la economía internacional menos dependiente de Estados Unidos y dificultará a este país incurrir en déficit excesivos en su cuenta corriente.

Un comentario vinculado al rescate de bancos, un tema de especial relevancia a la luz de las enormes transferencias de recursos involucrados en la última crisis. Hay dos argumentos que se han esgrimido para evitar esos rescates: el costo fiscal y el riesgo moral. Al respecto, es interesante observar que la historia nos muestra que después de la crisis de 1930 es difícil encontrar situaciones de crisis financieras agudas que no hayan terminado en fuertes intervenciones de las autoridades económicas. Es decir, ha habido una clara priorización del riesgo sistémico sobre el riesgo moral. La razón es obvia: una crisis sistémica puede generar un elevado costo en términos de caída de producto y aumento del desempleo, que también tiene un elevado costo fiscal, mientras que los costos

en términos de riesgo moral no parecen tan elevados o, al menos, aparecen como alejados en el tiempo. Además, con el objeto de reducir el riesgo moral de estas intervenciones se han utilizado, usualmente, dos estrategias: a) la “discrecionalidad constructiva”; y b) evitar salvar a los accionistas de las entidades. Para evitar salvar a los accionistas un mecanismo de intervención temprana de la entidad en problemas es crucial. Por su parte, la discrecionalidad constructiva implica que el banco central no debe ser explícito respecto a cuál ha de ser su política en relación con los acreedores de las entidades financieras que son intervenidas.

Una política de este tipo tiende a reducir la toma de riesgos excesivos por parte de los bancos y de los inversores. Sin embargo, debe recordarse que los que toman las decisiones en los bancos son los ejecutivos más que los accionistas, y que los inversores en instituciones grandes siempre estarán protegidos por un seguro implícito, porque la discrecionalidad difícilmente lleve a liquidar, después de la experiencia de Lehman Brothers, a un banco grande. Por ello, deben cambiarse los incentivos de los ejecutivos de los bancos y realizar intervenciones que compensen tanto el sesgo a la concentración por el seguro implícito como el eventual impacto en el riesgo sistémico. Una manera de hacerlo es a través de un impuesto creciente con el tamaño de la institución.

Además, debiera prohibirse a los bancos comerciales, cruciales en el sistema de pagos,

realizar algunas operaciones que entrañan excesivos riesgos y donde su aporte es secundario, tales como las vinculadas a los *hedge funds* y los fondos privados de acciones.

Finalmente, 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. 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.

Referencias bibliográficas

- 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, Ben S. (2010): "Monetary Policy and the Housing Bubble", at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, 3 de enero.
- 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*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- 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, Banco Mundial, Washington, D.C.
- 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*, 21 de julio.
- Eichengreen, B. (2005): *The Blind Men and the Elephant*, Universidad de California, Berkeley, noviembre.
- Fanelli, José M. (2008): *Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience*, Palgrave, Macmillan, Nueva York.
- Fernández de Lis, Santiago y Ontiveros, Emilio (2009): "Cómo corregir la asimetría de las políticas monetarias y la pro-ciclicidad de la regulación financiera", en *Cim.economía: Revista económica de Castilla-La Mancha*, n° 14, pp. 233-242.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2008): *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macro-financial Implications and Policy*, Washington D.C., octubre.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2009a): *World Economic Outlook. Sustaining the Recovery*, Washington D.C., octubre.
- FMI (2009b): *Global Financial Stability Report, Navigating the Financial Challenges Ahead*, Washington D.C., octubre.
- High Level Group on Financial Supervision in the EU (de Larosière Report) (2009), Bruselas, febrero.
- Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, Londres.
- Kindleberger, C. (1978): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Basic Books, Nueva York.
- Leijonhufvud, A. (2009): "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.
- Machinea, José Luis (2009b): "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).
- Minsky, H. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, Londres.
- 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*, n° 90(5), septiembre-octubre.
- Naciones Unidas (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, Nueva York, 21 de septiembre.
- Reinhart, C. y K. Rogoff (2009): “This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly”, Princeton University Press, Princeton.
- Roubini, N. (2005): “Global Imbalances: A Contemporary Rashomon Tale with Five Interpretations”, Universidad de Nueva York, Nueva York, inédito.
- Shiller, R. J. (2000): *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton.
- Taylor, J. B. (2009a): “Systemic Risk and the Role of Government”, Keynote at the 13th Annual Forum, Conference on Financial Innovation and Crises, Federal Reserve Bank of Atlanta, Georgia, 12 de mayo.
- Taylor, J. B. (2009b): “Subcommittee on Commercial and Administrative Law”, Testimony at the House Committee on the Judiciary, United States House of Representatives, 22 de octubre.
- Volcker, Paul (2010): “How to Reform Our Financial System”, *The New York Times*, 30 de enero.
- Wade, Robert (2009): “From Global Imbalances to Global Reorganisations”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, n° 4, pp. 539-562.
- Wolf, Martin (2009): “Why Narrow Banking Alone is not the Finance Solution”, *Financial Times*, 29 de septiembre.

Notas

- 1 El consenso, por cierto, no es total. Para otro punto de vista, véase J. Taylor (2009a y b). Por su parte, A. Leijonhufvud (2009) argumenta que estas medidas no tendrán efecto en restablecer el crecimiento si no se resuelven los problemas del balance que afectan a los bancos y restringen su capacidad de prestar.
- 2 Se estima que el 80% eran operaciones “*over the counter*” sin registro de ningún tipo.
- 3 Al final de 2007 JP Morgan & Chase y Citigroup tenían aproximadamente un trillón de esos activos fuera del balance. Para el Citigroup ello representaba la mitad de todos los activos del banco (Crotty, 2009).
- 4 Los “paquetes de hipotecas” formaban parte de los CDO (*collateralised debt obligations*) e incluían miles o cientos de miles de hipotecas. La dificultad para evaluar estos paquetes se convertía en imposibilidad cuando se emitían CDO al cuadrado, que incluían varios CDO, o al cubo (Mizen, 2008).
- 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*” (véase la 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 Hay por cierto explicaciones más estructurales, como la que asocia las crisis financieras a las revoluciones tecnológicas (Pérez, 2002).
- 8 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 superior a 30.
- 9 Esta visión está en línea con la de Keynes (1936), que enfatizaba la inestabilidad económica y en especial la dificultad de la macroeconomía para volver a la situación de equilibrio.
- 10 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”.
- 11 Este mayor apalancamiento que Minsky observara en la fase expansiva del ciclo ha sido corroborado por Reinhart y Rogoff (2009). Como bien se señala en el Informe del High Level Group on Financial Supervision 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.
- 12 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).
- 13 En el año 2005 más del 40% de los ingresos de Moody fueron consecuencia de la calificación de instrumentos emitidos por los bancos, como bonos garantizados por hipotecas o por otros tipos de crédito (Crotty, 2009).
- 14 Por cierto, las medidas deben incluir otras cuestiones (Machinea, 2009b).
- 15 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 2).
- 16 Una idea del empeoramiento en la distribución del ingreso en Estados Unidos es: mientras el 1% de la población concentraba entre el 8 y el 10%

- del ingreso en la década de los años setenta, este valor llegó al 23% en 2006, un valor similar al de 1929 (Wade, 2009).
- ¹⁷ La deuda de las familias pasó del 76% del PIB en 1994 al 122% en 2007.
- ¹⁸ En muchos casos coexistieron los factores mencionados en a) y b).
- ¹⁹ 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”.
- ²⁰ En la presente década, el ahorro global se ubicó en torno a 22,5% del PIB, valor apenas superior al de la década anterior. Sin embargo, mientras que las economías en desarrollo aumentaron su ahorro en 7 puntos porcentuales del PIB entre esta década y la pasada (destacándose Asia en desarrollo con un incremento de 9 puntos porcentuales), los países desarrollados lo redujeron en un monto similar, fundamentalmente por la disminución en Estados Unidos (-2,6 puntos porcentuales), Japón (-4,5) y en menor medida la zona euro (-0,7).
- ²¹ 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 la 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 las más grandes de Europa.
- ²² De hecho, ésa 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.
- ²³ Hay, sin embargo, quienes opinan que la respuesta a la crisis debe ser menos regulaciones y menos redes de seguridad (Caprio, 2009).
- ²⁴ Además, debiera prohibirse a los bancos comerciales, cruciales en el sistema de pagos, realizar algunas operaciones que entrañan excesivos riesgos y donde su aporte es secundario, tales como las vinculadas a los *hedge funds* y los fondos privados de acciones (Volcker, 2010).
- ²⁵ Sobre este tema véanse las distintas opiniones de Paul de Grauwe (2009) y Martin Wolf (2009).
- ²⁶ Suponiendo que, al menos en ciclos no muy pronunciados, no hay mucho margen para la política fiscal.
- ²⁷ Cuando la apreciación viene de la mano de un fuerte superávit en cuenta corriente o en el balance básico (cuenta corriente más inversión extranjera directa), como fue el caso en gran parte de la presente década en América Latina, el problema se torna más complejo, aunque siempre queda la posibilidad de intervenciones en el mercado cambiario, al menos para introducir cierta incertidumbre sobre el movimiento del tipo de cambio.
- ²⁸ A diferencia de la subvaluación de las monedas de los tigres asiáticos durante las décadas de los años sesenta y setenta, que tenían un peso menor en los equilibrios globales, la subvaluación en China genera fuertes desequilibrios en el ámbito global.