

The financial crisis: origin and outlook

Sebastián Laffaye¹

Abstract

The world financial crisis, which at the beginning was thought to be limited to the US mortgage market, is now severely affecting the real economy of major OECD countries. Thus, its negative impact will spread, to a greater or lesser extent, to the rest of the world through a contraction in global aggregate demand. This turmoil—the worst crisis since the thirties—is having an impact on the financial markets and on the economic performance of developing countries, although it is almost impossible to predict what its eventual scope will be.

International organizations, which have traditionally been cautious when estimating prospects, forecast a recession in the developed world in 2009, while they all predict a significant deceleration of economic growth in emerging countries. The evolution of indicators in the last quarter of 2008 actually confirms said prospects and proves that the severity of the crisis was at first underestimated.

The strong growth of Latin America over the last five-year period, buttressed by a significant improvement in the terms of trade driven by a dynamic international demand for raw materials, seems to have come to an end. The high prices of commodities reached a ceiling in early 2008, subsequently entering a downward spiral, the outcome of which remains a mystery. In this context, the recession that will affect developed countries is likely to have an impact on the developing world through different transmission mechanisms. On the one hand, the abovementioned fall in prices of raw materials will trigger a fall in export value. At the same time, in a situation of growing risk, credit and liquidity restrictions in the financial centres, the tendency seen in capital flows over the last five-year period is expected to turn negative for developing countries. This will have an impact on the future evolution of investments in emerging countries as well as on their access to funding. Another variable affected by the balance of payments will be workers' remittances, which have a substantial share of foreign currency inflows to some Latin American economies. Through its impact on income, the reduction in the level of activity in developed countries will negatively affect the volume of said remittances.

In short, the crisis that began this year is likely to last over a relatively long period, unless OECD countries intensify their counter-cyclical policies and their willingness to cooperate with developing countries so as to offset the factors that led to this situation. The high-level meetings held, such as that of the G-20 in Washington and those of the WTO on Financing for Development, are a clear sign of such willingness.

¹ The author wants to thank the comments and suggestions made by Jorge Lucángeli and Néstor Stancanelli.

La crisis financiera: origen y perspectivas

Sebastián Laffaye¹

Resumen

La crisis financiera internacional, que en un principio se pensó circunscripta al mercado de hipotecas de los EE.UU., está repercutiendo con fuerza en la economía real de los principales países de la OECD. De allí, su impacto negativo se transmitirá en mayor o menor medida, a través del ajuste en la demanda agregada global, al resto del planeta. La perturbación, la de mayor intensidad desde la crisis de los años '30, está incidiendo sobre los mercados financieros y el desempeño económico de los países en desarrollo, aunque su alcance definitivo está aún lejos de poder estimarse.

Los organismos internacionales, tradicionalmente cautelosos a la hora de elaborar proyecciones, pronostican una recesión para 2009 en el mundo desarrollado, mientras que coinciden en señalar una marcada desaceleración del crecimiento económico en los países emergentes. La evolución de los indicadores durante el último trimestre de 2008 está confirmando los pronósticos e indicando que la profundidad de la crisis fue en un principio subestimada.

El fuerte crecimiento experimentado por América Latina durante el último lustro, respaldado por la importante mejora de los términos de intercambio impulsados por el dinamismo de la demanda internacional de materias primas, parece haber llegado a su fin. Los altos precios de las *commodities* tocaron su techo a principios de 2008, para luego entrar en un espiral descendente cuyo derrotero final aún es una incógnita. En este contexto, cabe esperar que la recesión que afectará a los países desarrollados repercuta en el mundo en desarrollo a través de diversos canales de contagio. Por un lado, el mencionado descenso en las cotizaciones de las materias primas propiciará una caída en el valor de las exportaciones. Asimismo, ante situaciones de creciente riesgo, de restricción crediticia y de liquidez en los centros financieros es de esperar un cambio en la tendencia verificada en el último lustro en los flujos de capital, que se transformará en negativa para los países en desarrollo. Este hecho impactará tanto en la evolución futura de las inversiones en los países emergentes como en su acceso al financiamiento. Otra variable afectada del balance de pagos será la correspondiente a las remesas de emigrantes, que son una parte sustancial del ingreso de divisas de algunas economías latinoamericanas. La disminución del nivel de actividad en los países desarrollados al incidir sobre los ingresos impactará negativamente sobre el monto de tales remesas.

En resumen, la crisis iniciada durante el corriente año es susceptible de extenderse por un período relativamente prolongado, de no acentuarse las políticas anticíclicas de los países de la OECD y su disposición de cooperar con los países en desarrollo a fin de corregir las causas que condujeron a esta situación. Las reuniones de alto nivel que se llevó a cabo, entre ellas las del G20 en Washington y las del Financiamiento para el Desarrollo en la OMC, permiten constatar la disposición sobre el particular.

¹ El autor agradece los comentarios y sugerencias de Jorge Lucángeli y Néstor Stancanelli

1. Introducción

La actual crisis financiera global no fue siquiera anticipada en una etapa muy avanzada de gestación, cuando se produjo la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, el 15 de septiembre pasado. La falta de una enérgica acción en esa oportunidad, impulsó una reacción de desconfianza que se extendió a los principales mercados financieros y de valores de los países de la OECD y emergentes. En pocos días se produjeron fusiones y salvatajes generalizados de instituciones bancarias en los Estados Unidos y la Unión Europea y, en menor medida, en Japón, a fin de hacer frente a una severa restricción de liquidez motivada en créditos y paquetes de inversión incobrables. Lo que en un principio se presumió limitado al mercado de hipotecas de alto riesgo se verificó erróneo y mucho más diseminado, con desequilibrios que no sólo involucran al mercado financiero, sino que también se originan en la economía real. La desconfianza generalizada en los instrumentos de crédito, títulos y acciones produjo una significativa reducción en el valor de los activos en los países más desarrollados, incluyendo las cotizaciones *spot* y a futuro de las materias primas. Mediante la cadena de transmisión de las bolsas de valores, el movimiento de capitales y la caída en la demanda especulativa, el fenómeno se extendió rápidamente a los mercados emergentes.

Existe cierto consenso en situar el origen inmediato de las perturbaciones en el mercado de hipotecas *subprime*² en los EE.UU. No obstante, los problemas en este sector fueron tan sólo el detonante, ya que los activos correspondientes, ahora denominados “tóxicos”, eran uno de los tantos que conformaban una ingeniería de paquetes de inversión poco transparentes y desvinculados del valor y del riesgo real que implicaban sus componentes.

Si bien los problemas de desequilibrio de la economía internacional que llevaron a la actual crisis se han venido incubando desde hace varias décadas, el origen que la aceleró se puede situar en el año 2001, cuando los mercados de valores empezaron a caer como consecuencia del estallido de la burbuja de las acciones tecnológicas en los Estados Unidos. La autoridad monetaria dispuso en ese entonces la reducción de la tasa de interés con la intención de alentar la demanda y estabilizar las bolsas. La reacción de las instituciones bancarias y de los fondos de inversión, ante tasas de interés que se acercaban a cero y una inflación en aumento, fue la de estimular la toma de deuda hipotecaria y de otros tipos vinculada a bienes durables. Ello impulsó las industrias de la construcción y el consumo interno, dando lugar al alza de precios de los inmuebles y a un mayor déficit del balance de pagos, provocado por la alta elasticidad ingreso de las importaciones. Los valores inmobiliarios y la expansión de la demanda incidieron sobre los precios de los activos. La mejor opción era endeudarse comprando bienes inmuebles y valores en la bolsa bajo el supuesto de que aumentarían de precio año tras año. Las entidades financieras incentivaron a sus clientes vendiendo esta lógica: la vivienda como valor de inversión.

El mayor endeudamiento permitió un incremento de la inversión que en gran medida fue destinada hacia bienes que no aumentaron la capacidad productiva de la economía: la inversión fue mayormente especulativa, basada en comprar para luego vender más caro. El incremento del endeudamiento, gracias al apalancamiento, permitió alcanzar ganancias varias veces superiores al aporte inicial, lo cual terminó por atraer no sólo a los grandes inversores, sino también a pequeños ahorristas en busca de mayores márgenes.

Cuando, como resultado de la mayor demanda, los precios de las viviendas crecieron exponencialmente, algunos deudores encontraron en una segunda hipoteca una fuente extra de dinero para consumo. Pero, a mediados de 2006, cuando la tasa de referencia de la Reserva Federal (FED) trepó hasta el 5% y el valor de los inmuebles empezó a bajar, comenzaron a aparecer las dificultades en los instrumentos apalancados de mayor riesgo y surgieron los primeros inconvenientes en los balances de los bancos.

El sistema comenzó a tambalear en forma progresiva cuando las familias empezaron a perder poder adquisitivo por la inflación y el incremento de las cuotas de los créditos.³ Este esquema comenzó a hacer agua con el incremento de la morosidad, pero hubo un problema adicional que contribuyó a incrementar la desconfianza: la “securitización” de las hipotecas. Las entidades financieras, ante la gran demanda de

² Se trata de aquellos créditos que tienen un nivel de riesgo de impago elevado y que, por lo tanto, devengan un interés mayor a la media.

³ La gran mayoría de los créditos hipotecarios fueron otorgados con una tasa fija durante los primeros dos años. Terminado ese período, los tasas eran susceptibles de ser modificadas.

crédito, agruparon las hipotecas en paquetes para luego comercializarlas en el sistema financiero mundial a un precio que era determinado por la calidad crediticia. La “securitización” de las hipotecas no sólo no disminuyó el riesgo tal como se sostenía desde las entidades emisoras, sino que contribuyó a extenderlo por todo el sistema financiero. Las agencias calificadoras contribuyeron a la debacle subestimando las posibilidades de incumplimiento.

La permisiva regulación que reglaba el funcionamiento de las bancas de inversión fue otro de los factores que contribuyó al auge de crédito fácil y barato, ya que las autoridades financieras actuaron bajo el supuesto de que estas entidades se autorregularían para evitar una debacle como la que en definitiva ocurrió.

Las entidades colocadoras vendieron a un precio irreal activos de baja calidad, pero el mayor inconveniente no fue el precio sino la incorrecta valuación del riesgo. Mientras estas innovaciones financieras permitieron una transmisión de riesgos sin quejas por parte de los partícipes, el sistema funcionó. Pero cuando la morosidad comenzó a hacerse sentir, apareció la crisis de confianza que terminó por desmoronar la arquitectura del sistema financiero.

Ante la repentina desconfianza de los mercados y la renuencia de los bancos a prestarse entre sí, al desconocer la calidad de los activos de sus contrapartes, los gobiernos de las principales naciones del mundo decidieron salir a rescatar aquellas instituciones financieras en problemas con el objetivo de acotar la transmisión hacia la economía real. No obstante, al momento actual no es posible conjeturar acerca de la efectividad de esos rescates, y mucho menos aún sobre la gravedad del quebranto global. Una evaluación precisa requerirá esperar a que se desinfla la burbuja especulativa y que los activos “infectados” retornen a precios compatibles con la evolución de la economía real. El proceso no será breve y tendrá consecuencias estructurales sobre la configuración del poder económico relativo a nivel internacional.

2. Los hechos recientes

En los panoramas internacionales de diciembre de 2007 y mayo de 2008 del Centro de Economía Internacional se hizo mención a las causas estructurales de la situación y a la imposibilidad por parte de los EE.UU. de financiar *ad infinitum* su creciente déficit fiscal y de cuenta corriente, signos de un deterioro importante de su economía.

La caída de algunas de las más importantes instituciones financieras en ese país y Europa, con fuertes repercusiones en los países en desarrollo, por la vinculación entre bancos y fondos de inversión, tiene una alta correlación con el comportamiento de la economía real. La magnitud y el alcance de la perturbación están lejos de ser apreciadas en su totalidad, no quedando dudas, en cambio, que una solución ordenada requerirá de una intervención estatal predominante.

¿Cómo se entiende entonces esta situación, si durante las últimas dos décadas la economía mundial presentó, con altibajos, un crecimiento general elevado, acompañado por una inflación que se mantuvo estable hasta hace tan sólo dos años? Para explicar las presentes turbulencias, es necesario retrotraerse al año 2002 cuando, como respuesta a la caída de las acciones tecnológicas, la Reserva Federal (FED) de los EE.UU. profundizó la reducción de la tasa de interés de corto plazo hasta llevarla al 1% anual en junio de 2003. Con una tasa por debajo de la inflación la demanda de préstamos creció exponencialmente. El fuerte incremento de la liquidez tuvo su contraparte en un pronunciado aumento del precio de las viviendas, que en cinco años creció más del 70%, con la consiguiente sensación de riqueza en la población.⁴

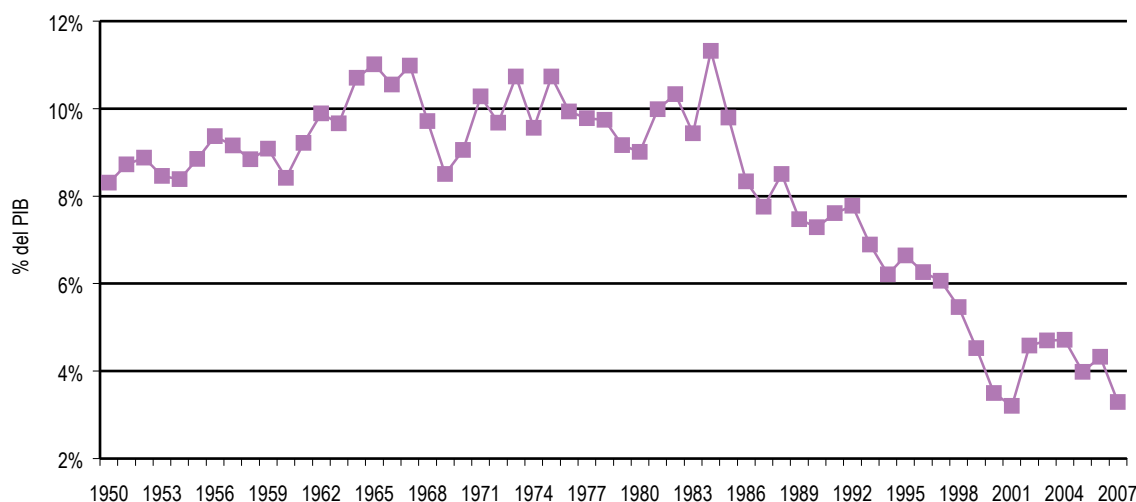
Mientras el auge crediticio duró, las instituciones financieras y las familias estadounidenses se endeudaron en exceso: entre 2002 y 2006 los préstamos a los hogares crecieron a una tasa promedio anual del 11%, superando largamente al crecimiento de la economía, mientras el ahorro de las familias caía a su mínimo histórico (Gráfico 1). Esta situación se empezó a revertir en 2004 cuando, por temor a presiones inflacionarias derivadas de un acelerado incremento del consumo, la FED llevó progresivamente la tasa de interés

⁴ El efecto riqueza o de saldos reales implica un cambio en el consumo provocado por una modificación de la riqueza real como consecuencia de un cambio en el nivel de precios.

de corto plazo del 1% al 5,25%, con el consecuente impacto sobre las cuotas de los créditos hipotecarios. Esto provocó que muchos acreedores no pudieran pagar los préstamos y tuvieran que salir a vender sus inmuebles, impactando sobre su precio y, en última instancia, sobre la cartera de los bancos y otras entidades crediticias.

Gráfico 1

Estados Unidos: ahorro neto de las familias como porcentaje del PIB en U\$S corrientes



Fuente: CEI en base a Bureau of Economic Analysis

Las hipotecas *subprime* rondaban los U\$S 52.000 millones en 2001, mientras que para 2005 ya superaban los U\$S 400.000 millones, monto que continuó aumentando en los años posteriores. La mora, escasa en un principio, comenzó a hacerse sentir poco a poco. No obstante, tanto el gobierno como las agencias crediticias no prestaron atención a este incremento, en función de los elevados precios de los inmuebles, los cuales, por el momento, permitían a los propietarios refinanciar sus deudas. Los problemas comenzaron a aparecer cuando el precio de las viviendas dejó de subir. El comportamiento del mercado inmobiliario en 2007 dio lugar a un sinceramiento de la situación.

En un principio se siguió confiando en que los bancos contarían con capital suficiente para absorber las pérdidas, sin que surgieran temores de un deterioro de las condiciones crediticias ni una contracción del crédito. Se supuso que los problemas de las hipotecas *subprime* permanecerían acotados, mientras que el resto de la economía y el consumo quedarían al margen de las implicancias. Con el correr de los meses, la mayoría de los analistas coincidieron en que estos supuestos carecían de realismo. El sistema financiero comenzó a trastabillar cuando las necesidades de capital de los bancos aumentaron involuntariamente al tener que hacer frente a obligaciones y evidenciar un drenaje en sus ingresos con motivo de la creciente mora e incobrabilidad de las hipotecas.

En marzo de 2008 el sector financiero experimentó el primer revés importante cuando el banco de inversión Bear Stearns (BS) padeció serias dificultades de liquidez. La pérdida de confianza desapareció temporariamente al facilitar la Fed la fusión de BS con el banco de inversión JPMorgan. Pero, con el correr de los meses, otras instituciones financieras se vieron perjudicadas por problemas similares y por las dificultades de hacerse de fondos mediante préstamos interbancarios. Los fondos de inversión huyeron del riesgo, se tornaron cada

vez más conservadores, negándose en muchos casos a financiar a plazo a los bancos. Como consecuencia, muchos se vieron obligados a vender activos, contribuyendo con ello a la caída de sus precios.

Entre los desafíos que encara la economía, la disposición y la habilidad de los bancos y otras firmas financieras para prestar están entre las más cruciales. Teniendo que soportar pérdidas significativas y no anticipadas que desgastaron sus reservas, las firmas financieras tienen que reunir nuevo capital o restringir los préstamos a niveles proporcionales a la reducción de capital. Reunir capital es difícil, como demuestran los casos de la aseguradora AIG, Freddie Mac⁵, Fannie Mae⁶ y el banco de inversión Lehman Brothers. Restringir el crédito puede ser prudente para cada firma individualmente, pero devastador para una economía moderna que depende de él para su crecimiento.

En paralelo con la evolución de la situación en los Estados Unidos, en algunos países europeos se comenzaron a observar indicios de debilidad del consumo durante 2007. No obstante, las exportaciones europeas y japonesas mantuvieron su vigor, impulsadas en gran medida por la demanda creciente de los países emergentes. Hacia fines de 2007 se comenzó a especular sobre un supuesto desacople entre estas economías y la de los EE.UU. por su ausencia de exposición al mercado *subprime*, sumado a la continua mejora de las principales variables macroeconómicas. No obstante, al aumentar la preocupación por una posible desaceleración económica en los EE.UU., comenzó a darse un cambio en las expectativas. En este sentido, aparecieron algunas dudas acerca del vigor a largo plazo del crecimiento de las economías emergentes ya que, como consecuencia de la creciente preocupación por el desempeño de la economía mundial, los flujos de capital hacia estos países se moderaron, mientras que las cotizaciones bursátiles, hacia mediados de mayo de 2008, comenzaron a caer respecto de sus picos máximos. En definitiva, la desaceleración de la economía de los EE.UU. y las crecientes dificultades para encontrar financiamiento terminaron impactando en la demanda agregada de otras economías desarrolladas, particularmente las europeas, y en desarrollo.

No está claro cómo repercutirá la crisis sobre los países emergentes, aunque las correcciones en los mercados de valores registradas en 2008 sugieren que se ha producido al menos un cambio en las expectativas sobre la evolución de estas economías. Las últimas proyecciones del FMI (Cuadro 2) apuntan a una tasa de crecimiento del PIB en torno al 5% para esos países, lo cual implica un descenso de casi dos puntos porcentuales respecto del pronóstico del mes de julio de dicho organismo.

Cuando la crisis cobró mayor virulencia, hacia julio de 2008, Kenneth Rogoff, de la Universidad de Harvard, estimaba que el paquete de salvataje que debería implementar el gobierno estadounidense para auxiliar a la totalidad de las firmas con inconvenientes financieros se ubicaría entre un billón y dos billones de dólares (US\$ 1.000.000 millones a US\$ 2.000.000 millones) (Rogoff, 2008). Mientras tanto, las autoridades económicas en los EE.UU. debieron lanzar contra reloj un programa de rescate, una versión modernizada de un paquete de medidas aplicado a fines de los '80 para rescatar a las compañías de ahorro y préstamos (*savings and loan companies*). La medida consistió, básicamente, en la reinstauración de la agencia estatal Resolution Trust Corporation que asumiría la totalidad de los créditos hipotecarios con problemas de mora o incobrabilidad para, de esta manera, revertir el balance negativo de los bancos. Al 20 de octubre el conjunto de medidas propuestas por las autoridades estadounidenses ubicaban dicha cifra en un monto superior a los cuatro billones (US\$ 4.000.000 millones) (CEPAL, 2008 a). Un poco más de la mitad de este monto suman las medidas dispuestas por Europa (ver Recuadro 1).

⁵ La *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC), que significa Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios y es conocida como Freddie Mac, es una empresa de capital abierto, garantizada por el gobierno de los Estados Unidos autorizada para conceder y garantizar préstamos.

⁶ La *Federal National Mortgage Association* (FNMA), que significa Asociación Federal Nacional Hipotecaria y es conocida como Fannie Mae, es una empresa de capital abierto, garantizada por el gobierno de los Estados Unidos, autorizada para conceder y garantizar préstamos.

Recuadro 1

Los paquetes de rescate

Cuando comenzaron a caer los bancos de inversión en los EE.UU. y algunos de los principales bancos comerciales del Viejo Continente, las autoridades monetarias decidieron intervenir en el mercado. Con tal fin se anunciaron una serie de paquetes financieros de diversa magnitud para rescatar aquellas instituciones en problemas y, de ese modo, evitar que la desconfianza se esparciese por el sistema financiero mundial. Según la CEPAL a mediados de octubre “era urgente que el megaplan de rescate financiero operase a la brevedad y se dieran a conocer con prontitud sus detalles operativos, a fin de aislar los activos contaminados, apoyar con liquidez a las instituciones financieras en dificultades y restablecer la confianza entre los bancos y la normalidad de los flujos financieros” (CEPAL, 2008 b).

Inyecciones de liquidez y paquetes de rescate anunciados en miles de millones de dólares

Países	Liquidez utilizada al 20 de octubre	Paquetes de rescate al 20 de octubre
Estados Unidos	1.380	4.300 (*)
Unión Europea	1.620	2.420
Zona euro	1.160	1.560
Reino Unido	460	870
Japón	110	---
Otros	50	---
Total	3.110	6.720

(*) Incluye anuncios realizados por la Corporación Federal de Seguros de Depósitos de los EE.UU. de asegurar depósitos bancarios subordinados por hasta 1,5 billones de dólares, depósitos que no devengan interés por hasta 500.000 millones, papeles comerciales por hasta 1,6 billones y el primer rescate anunciado de 700.000 millones

Fuente: CEI en base a CEPAL

El rescate comunicado por las autoridades estadounidenses no tuvo la repercusión esperada, ya que no logró poner coto a la volatilidad ni restablecer la confianza entre los operadores financieros. En cambio, el paquete anunciado por el Reino Unido fue apoyado por el resto de los países europeos, a la vez que propició una baja coordinada de las tasas de interés y el compromiso de las autoridades del Viejo Continente de actuar coordinadamente ante la debacle. Las medidas tomadas por las autoridades británicas, que provocaron una respuesta inicial positiva, incluyeron:

- Inyección de liquidez
- Recapitalización de entidades financieras en problemas
- Garantía de deudas interbancarias
- Seguro para los depósitos
- Compra pública de activos de baja calidad

En cambio, las medidas tomadas en los EE.UU. no contemplaban la posibilidad de que el Estado adquiriera participación en empresas en problemas, aunque luego de la satisfactoria respuesta inicial lograda en la Unión Europea, la Reserva Federal decidió garantizar los depósitos bancarios y utilizar parte de los fondos para adquirir acciones de los bancos en problemas.

Si bien algunos organismos internacionales (FMI, CEPAL) consideran que las medidas tomadas van en la dirección correcta, al momento actual es aún muy prematuro evaluar el impacto que estos anuncios tendrán en el restablecimiento de la confianza y el retorno del crédito.

El 29 de octubre de 2008 la Reserva Federal de los Estados Unidos acordó con el Banco Central de Brasil, el Banco de México, el Banco de Corea y la Autoridad Monetaria de Singapur el establecimiento de acuerdos monetarios recíprocos por los cuales se establecen líneas de *swaps*⁷ por un monto de hasta U\$S 30.000 millones con cada una de las instituciones. Estos acuerdos recíprocos, que han sido autorizados hasta el 30 de abril de 2009, se suman a los que ya tiene la Reserva Federal con otras instituciones monetarias de países desarrollados (Australia, Canadá, Dinamarca, Banco de Inglaterra, Banco Central Europeo, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia y Suiza).

3. Las cuestiones estructurales

En los últimos años se han manifestado una serie de tendencias económicas y financieras inusuales, entre las cuales se destaca un fortísimo crecimiento de la oferta de dinero y la expansión del crédito en un contexto de incorrecta valuación del riesgo (ver Recuadro 2). No hay duda que los cambios en el sistema financiero internacional contribuyeron en forma notoria a la reciente convulsión de las finanzas.

En el sistema financiero de los Estados Unidos se observó un progresivo desplazamiento de los bancos tradicionales por parte de las bancas de inversión, instituciones no reguladas, fenómeno justificado por las autoridades monetarias bajo el supuesto de que el mercado disciplinaría la toma de riesgo y que, por lo tanto, el dinero de los contribuyentes no estaba en juego. La realidad mostró lo errado de dichas suposiciones: contrariamente a la lógica de la autodisciplina, el sistema ignoró la capacidad de repago de los deudores y no cuestionó los exorbitantes precios que se verificaban en el mercado inmobiliario.

Recuadro 2

¿Qué papel tuvieron las calificadoras de riesgo en la crisis?

En el presente trabajo se describe cómo una tasa de interés excepcionalmente baja en combinación con una política monetaria expansiva favoreció la aparición de una burbuja en el sector inmobiliario. Amparados en el incremento del precio de los inmuebles, los bancos otorgaban créditos a ciudadanos que en condiciones de cierta restricción monetaria jamás hubiesen accedido a ellos.⁸ A su vez, con estas hipotecas se crearon instrumentos que fueron vendidos a fondos de inversión y otras entidades financieras que procuraban una mayor rentabilidad que la disponible mediante los herramientas tradicionales.

Las calificadoras dividieron los paquetes financieros en segmentos según las posibilidades de incumplimiento. Mediante esta práctica se pretendió limitar el riesgo, pero el resultado fue que se terminó por esparcir hacia el sistema financiero mundial, convirtiendo los derivados financieros en una red cuya dimensión escapó al control tanto de los emisores como de los compradores. Al caer un nodo de esta red, quedó de manifiesto que la interdependencia era

⁷ Contrato por el cual dos partes se comprometen a intercambiar una serie de cantidades de dinero en fechas futuras.

⁸ El costado positivo del exceso de crédito fue que gran cantidad de inmigrantes y norteamericanos de los sectores menos favorecidos pudieron acceder a una vivienda, ya que las condiciones que se debían cumplir para beneficiarse con crédito se redujeron sensiblemente respecto de años anteriores.

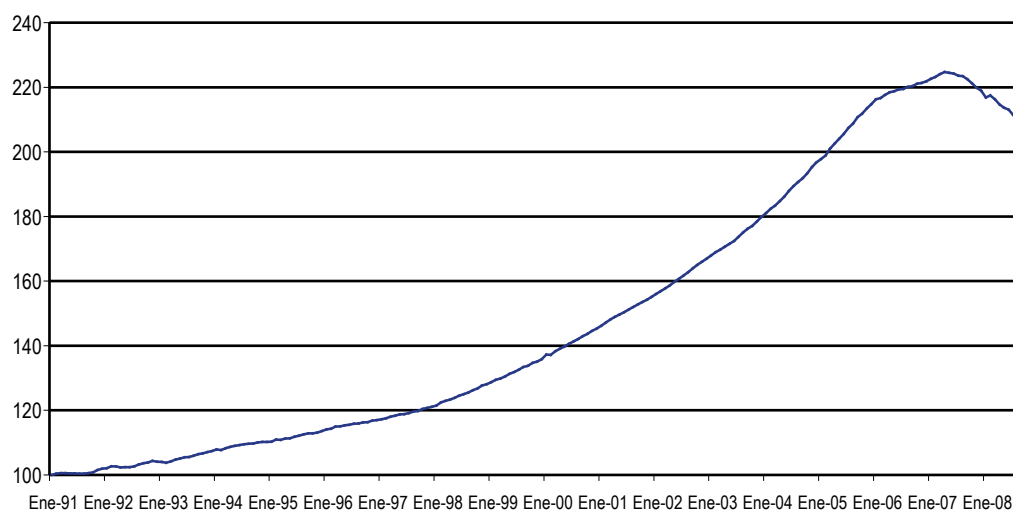
mucho más alta que la inicialmente anticipada por las calificadoras de riesgo. Tanto estas instituciones como los bancos se beneficiaron ante un incremento en la circulación de este tipo de papeles. La ausencia de una regulación que permitiese al Estado llevar un control adecuado contribuyó a provocar la crisis.

De hecho, ante la suba de tasas que comenzó a registrarse en los EE.UU. a mediados de 2007, la creciente mora del sector comenzó a afectar en cadena al sector financiero, poniendo de manifiesto la escasa utilidad de estas evaluaciones. Si, como declaman las calificadoras, sus análisis se basan en un protocolo que no admite injerencias externas, sería bueno revisar los procedimientos de evaluación. Por otra parte, resulta pertinente preguntarse si este tipo de instituciones privadas no deberían estar sujetas a un control más estricto por parte del estado y a reglas claras que aseguren su independencia de las instituciones financieras.

Las innovaciones relacionadas con la propagación de un modelo financiero basado en originar y distribuir los riesgos han tenido una enorme influencia sobre el desencadenamiento y la magnitud de la crisis. Los productos financieros “apalancados”⁹ que fueron considerados en un principio como una buena manera de distribuir los riesgos, en realidad disimularon la calidad y composición de las carteras, quitando transparencia y empeorando la calidad de la calificación y del crédito. En última instancia, tornaron casi imposible estimar el volumen real de las pérdidas y su distribución. Asimismo, resulta claro que los precios de diversos activos financieros y no financieros se situaron en niveles inusualmente altos por un período prolongado. Por ejemplo, las bolsas alcanzaron rendimientos espectaculares sin que ello tuviera relación alguna con la evolución de la economía real; a la vez que en muchos países desarrollados las viviendas se cotizaban a precios muy por encima de su nivel histórico, tal como se refleja en el Gráfico 2.

Gráfico 2

Estados Unidos: índice de precios de las viviendas 1991=100



Fuente: CEI en base a Office of Federal Housing Enterprise Oversight

Todas estas tendencias pueden explicarse a partir de una amplia disponibilidad de financiación a muy bajo costo. Esa facilidad crediticia redujo la tasa de ahorro de los hogares (Gráfico 1) a niveles inusualmente bajos en muchos países de la OECD, acompañada de crecientes déficits en cuenta corriente (Cuadro 1). La caída

⁹ El apalancamiento es la relación entre capital propio y crédito invertido en una operación financiera. Al reducir el capital inicial que es necesario aportar, se produce un aumento de la rentabilidad obtenida. El incremento del apalancamiento también aumenta los riesgos de la operación, dado que provoca mayor exposición a la insolvencia o incapacidad de atender los pagos.

en la tasa de ahorro trajo aparejado un incremento del déficit externo a fin de poder financiar la inversión interna. Mientras tanto, en China la tasa de inversión subió hasta niveles nunca vistos. Este comportamiento concuerda con la amplia disponibilidad de crédito barato.

Cuadro 1

Saldo de la Cuenta Corriente como porcentaje del PIB

Año	Alemania	China	España	EE.UU.	Francia	Irlanda	Italia	Japón	Reino Unido	Sudáfrica	U E
1980	-1,9	0,1	-2,4	0,1	-0,6	-10,9	-3,7	-1,0	0,8	4,1	-1,7
1985	2,7	-3,8	1,2	-2,8	-0,1	-4,3	-1,3	3,7	-0,2	4,1	0,3
1990	2,9	3,1	-3,5	-1,4	-0,8	-1,6	-1,9	1,4	-4,0	1,4	-0,6
1995	-1,2	0,2	-0,3	-1,5	0,5	2,9	2,1	2,1	-1,2	-1,7	0,5
2000	-1,7	1,7	-4,0	-4,3	1,6	-0,4	-0,5	2,6	-2,6	-0,1	-1,0
2006	5,0	9,4	-8,6	-6,2	-1,3	-4,2	-2,6	3,9	-3,9	-6,5	-0,8
2007	5,6	11,1	-10,1	-5,3	-1,3	-4,5	-2,2	4,9	-4,9	-7,3	-1,2

Fuente: CEI en base a fuentes nacionales y FMI (WEO)

Durante los últimos treinta años el consumo no ha cesado de crecer en los EE.UU. La oferta agregada, mientras tanto, se fue rezagando con respecto a la demanda agregada, en gran medida como consecuencia de un problema de asignación de recursos en la economía. Algunos analistas sostienen que la inversión, en vez de ser dirigida al sistema productivo o hacia aquellas áreas que aumentan la eficiencia del sistema económico, como la infraestructura o el mejoramiento de los sistemas educativo y de salud, fue destinada a gastos improductivos, en particular hacia el complejo de industrial-militar. En conjunto todo ello contribuyó a acelerar el proceso vicioso de endeudamiento progresivo, mientras que el incremento de la propensión a consumir desembocó en una fortísima caída del ahorro interno.

Ahora bien, ¿cómo es que fue posible satisfacer el creciente consumo de los ciudadanos estadounidenses? Mediante un incremento de las importaciones, con el consecuente impacto sobre el déficit en cuenta corriente, que superó el 6% del PIB durante 2006 y se ha mantenido en torno a ese porcentaje desde entonces. La deuda federal fue de casi dos tercios del PIB en el mismo año y siguió creciendo con relación a ese agregado, exigiendo un aumento permanente del financiamiento, que se facilita en virtud de que la moneda estadounidense es la moneda de reserva para la gran mayoría de las economías del mundo. De esta forma, continúa siendo posible colocar crédito en dólares a bajas tasas de interés en moneda local, en función de la alta calificación o de bajas primas de los activos públicos y privados estadounidenses. Curiosamente, a pesar que la posición de activos netos de los Estados Unidos con el exterior pasó a ser negativa, el flujo de intereses continúa siendo positivo. Esto se debe a las mayores primas de riesgo asignadas a los mercados emergentes, las que se determinan, en la mayoría de los casos, por las mismas calificadoras de riesgo que asignan un bajísimo riesgo a los activos estadounidenses.

A lo largo de las últimas décadas la situación descrita de consumo por encima de la oferta interna desembocó en un desequilibrio estructural de la economía, que la sobrevaluación de los activos producto del crédito barato contribuyó a sostener (Eichengreen, 2004).

Los hechos que se describen en las líneas precedentes nos obligan a pensar que el colapso del mercado de hipotecas *subprime* fue tan sólo el detonante y no la causa de las perturbaciones que luego vinieron. También sugieren que los problemas futuros podrían ser de una magnitud mayor de lo que algunos analistas¹⁰

¹⁰ Roubini (2008) sostenía ya hacia fines de 2007 que estaban dadas las condiciones para una crisis hipotecaria en los EE.UU.

y autoridades financieras anticipaban, lo cual parece ser corroborado por la caída de las principales bancas de inversión de los EE.UU. El incremento de la inflación mundial también cuadra con la explicación de que la actual crisis se vincula con la rápida expansión del crédito barato en el sistema financiero internacional.

Los hechos recientes llevan a deducir que este papel del sistema financiero internacional, que no se compadece con la evolución de la economía real, ha introducido una elevada cuota de incertidumbre sobre las perspectivas económicas mundiales:

- Aún resulta imposible estimar cuál será el monto final de las pérdidas que deberán enfrentar los principales bancos afectados. Lo cierto es que se producirá una retracción del mercado financiero con una consecuente contracción del crédito, cuyo impacto sobre la demanda agregada resulta difícil de pronosticar. Dado que en la actualidad la tasa de ahorro de las familias es anormalmente baja y su endeudamiento extraordinariamente alto, cabe esperar un nivel de consumo mucho menor que en ciclos anteriores, lo que podría generar una desaceleración profunda y prolongada, que se transforme en recesión.
- De acuerdo a algunos analistas, el salvataje de las entidades financieras podría alcanzar una suma entre 5 y 10 veces mayor a la destinada durante los primeros meses de la crisis, lo que implica un muy elevado costo fiscal y expansión del endeudamiento público, que en última instancia terminará financiándose a través de mayores impuestos y menor gasto, afectando la demanda y por tanto el crecimiento de la economía de los Estados Unidos.
- Por otro lado, la creciente desconfianza en el dólar podría llevar a que en un futuro cercano esta moneda pierda peso en la economía mundial y, por tanto, que se debilite una importante fuente de financiamiento, libre de costos, de los Estados Unidos.

Teniendo en cuenta las circunstancias apuntadas, el ajuste estructural de la economía norteamericana no podría demorar mucho tiempo más.

Perspectivas

Tanto los principales organismos internacionales (FMI, BPI, CEPAL) como la prensa especializada (Wall Street Journal, Financial Times) advierten que las economías de la OECD están experimentando una fortísima desaceleración como consecuencia de la restricción en el crédito que tarde o temprano terminará por impactar en la economía real. El cuarto trimestre de 2008 ya muestra los primeros síntomas en los países de mayor peso económico. Los pronósticos del FMI muestran un marcado descenso en las expectativas de crecimiento, ubicando el incremento del PIB mundial en el 2,2% para 2009, muy por debajo del 5% alcanzado en 2007 (Cuadro 2).

El impacto de la crisis se sentirá con mayor virulencia en los países más avanzados ya que sus economías están más expuestas a los avatares de crédito internacional. Según las proyecciones del FMI (FMI, 2008 b) de noviembre de 2008, el PIB de los países desarrollados caerá 0,3% en 2009, lo cual representa un descenso de casi dos puntos porcentuales respecto del pronóstico publicado en julio del mismo año por dicho organismo. No obstante, los documentos del Fondo aclaran con énfasis que estas estimaciones podrían ser incluso revisadas a la baja dependiendo del resultado de las medidas tomadas por las autoridades económicas en los EE.UU. y Europa Occidental.

Cuadro 2**Crecimiento, comercio e inflación: proyecciones del FMI
noviembre de 2008**

	Variación % respecto del año anterior				Diferencia con proyección de julio de 2008 (*)	
	2006	2007	2008	2009	2008	2009
PIB mundial	5,1	5,0	3,7	2,2	-0,4	-1,7
PIB países desarrollados	3,0	2,6	1,4	-0,3	-0,3	-1,7
EE.UU.	2,8	2,0	1,4	-0,7	0,2	-1,5
Unión Europea	3,3	3,1	1,5	-0,2	-0,6	-1,9
Area Euro	2,8	2,6	1,2	-0,5	-0,5	-1,7
Alemania	3,0	2,5	1,7	-0,8	-0,4	-1,8
Francia	2,2	2,2	0,8	-0,5	-0,9	-1,8
Japón	2,4	2,1	0,5	-0,2	-1,0	-1,7
Reino Unido	2,8	3,0	0,8	-1,3	-1,0	-3,0
Canada	3,1	2,7	0,6	0,3	-0,4	-1,6
PIB países en desarrollo	7,9	8,0	6,6	5,1	-0,3	-1,6
África	6,1	6,3	5,2	4,7	-1,2	-1,7
Europa Central y Oriental	6,7	5,7	4,2	2,5	-0,4	-2,0
Rusia	7,4	8,1	6,8	3,5	-0,9	-3,8
China	11,6	11,9	9,7	8,5	-0,1	-1,3
India	9,8	9,3	7,8	6,3	-0,2	-1,7
Medio Oriente	5,7	5,9	6,1	5,3	-0,1	-0,7
Brasil	3,8	5,4	5,2	3,0	0,3	-1,0
México	4,9	3,2	1,9	0,9	-0,2	-1,5
Volumen de comercio	9,3	7,2	4,6	2,1	-1,5	-3,9
Países desarrollados	8,4	5,9	4,1	1,2	-0,9	-3,1
Países en desarrollo	11,0	9,5	5,6	5,3	-2,7	-3,8
Precios al consumidor						
Países desarrollados	2,4	2,2	3,6	1,4	0,2	-0,9
Países en desarrollo	5,4	6,4	9,2	7,1	0,1	-0,3

* puntos porcentuales

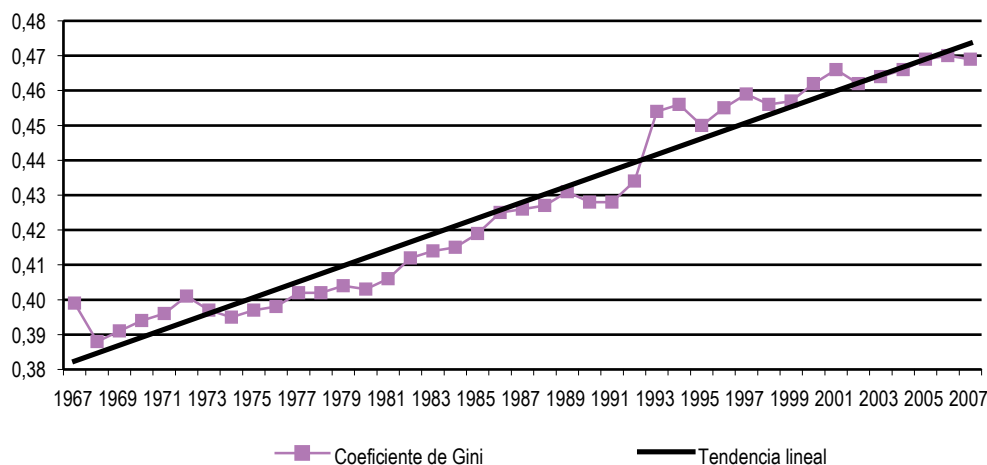
Fuente: CEI en base a FMI (2008, b)

El comportamiento de las ventas minoristas y el debilitamiento de la demanda de materias primas, sumado al colapso del crédito, confirman las proyecciones que indican una caída del PIB de los EE.UU. durante 2009, mientras la distribución del ingreso continúa empeorando (Gráfico 3).¹¹ Las primeras consecuencias sociales de la crisis ya se están haciendo sentir en los EE.UU. El desempleo se incrementó en el segundo semestre de 2008: durante los primeros tres trimestres de 2008 se perdieron unos 600.000 puestos de trabajo, lo cual se suma al incremento en el precio de los alimentos, el combustible y el enorme endeudamiento de las familias. El estallido de la burbuja inmobiliaria profundiza las malas condiciones de vida de los sectores obreros y populares. El crecimiento de los salarios tiende a cero, el crédito prácticamente ha desaparecido, el precio de las viviendas no parece haber encontrado aún su piso, mientras que los alimentos y la energía representan una porción cada vez más abultada del presupuesto de los estadounidenses. Sin dudas todo ello impactará negativamente en el consumo, y por ende, en la evolución del PIB. Aunque a la fecha no es factible contar con una estimación de la magnitud de las consecuencias sobre la economía norteamericana, está claro que la primera economía del mundo se enfrenta a una recesión mucho más aguda que las de 1990-91 y 2001.

¹¹ En el gráfico se muestra la evolución del coeficiente de Gini. Cuanto más cerca esté de 1 mayor es la desigualdad en los ingresos.

Gráfico 3

Estados Unidos: distribución del ingreso coeficiente de Gini



Fuente: CEI en base a US Census Bureau

Otra cuestión de importancia es hasta qué punto los EE.UU. cuentan con margen para inyectar dinero en el sistema financiero mediante medidas fiscales discrecionales. La deuda sobre PIB es superior al 60% y los “salvatajes” implementados elevan sustancialmente la carga sobre los contribuyentes, con el consecuente malestar que dichas medidas provocan.

Mediante la participación del Estado en instituciones decanas del sistema financiero se vulneró el principio de que el libre mercado y la autorregulación llevan al equilibrio. Aquellos países que han mantenido un control más estricto de la operatoria financiera se han reivindicado. Durante años las diferentes administraciones estadounidenses han fustigado a quienes no siguieron una política de desregulación del sistema financiero. Ahora, entre los países que rechazaron este modelo, se van a encontrar algunos de los actores fundamentales a la hora de determinar el futuro de la arquitectura financiera global. Los EE.UU., por ende, deberán prestar más atención a los nuevos poderes en crecimiento. Los acontecimientos recientes y su evolución tendrán consecuencias geopolíticas en la constitución de la estructura de poder. En gran medida ello depende de la actitud que tomen los gobiernos que tienen en sus carteras enormes cantidades de bonos del tesoro norteamericano, en particular Rusia, China y los países del Medio Oriente.

En la Unión Europea el panorama tampoco resulta demasiado alentador: la economía se enfrenta a una recesión, el índice de inflación de la eurozona comenzó a caer en el segundo semestre de 2008, el fisco ha debido auxiliar a varios bancos en problemas y la euribor¹² se encuentra, a fines de 2008, muy por encima del nivel al que debería estar si el mercado interbancario funcionara con cierta normalidad. Al comienzo algunos dirigentes de Europa continental sostenían que nada tenían que ver con una crisis según ellos generada por el libre mercado capitalista “anglosajón”, mientras suponían que la Vieja Europa permanecería al margen de los acontecimientos. El hecho es que los bancos europeos, en busca de mayores ganancias, también resultaron clientes ansiosos de los instrumentos financieros que llevaron al *boom* crediticio.

Las principales economías de la Unión Europea se encontrarán en recesión o cerca de ella hacia fines de 2008, mientras que la recuperación sería mucho más lenta que en crisis anteriores. Asimismo, según el FMI, este pronóstico “está sujeto a cambios a la baja. El riesgo financiero está relacionado con dos cuestiones conexas: las tensiones en el mercado financiero podrían seguir siendo muy fuertes y la restricción del crédito derivada del desapalancamiento podría ser más intensa y prolongada que lo previsto” (FMI, 2008 a).

¹² La Euribor (European Interbank Offered Rate) es la tasa de interés al que las entidades financieras se prestan dinero en el mercado interbancario del euro.

Una de las enseñanzas que deja la crisis tiene que ver con la información asimétrica a la cual se enfrentan los agentes. Recién una vez desatadas las dificultades financieras se comprendió en la Unión Europea que nadie tiene una acabada idea de qué parte de los activos en problemas formaban parte de la cartera de cada banco. Ante la desinformación, la crisis de confianza que en un principio se focalizó sobre las instituciones norteamericanas terminó por diseminarse hacia Europa, con consecuencias para casi todo el globo.

Los hechos recientes de ninguna manera dejarán indemne a la economía de los países en desarrollo. De la mano de la crisis financiera, la incertidumbre se hizo presente en estos países. El deterioro de las condiciones económicas en los países más avanzados plantea serios desafíos. En primer lugar, la recesión generalizada va a repercutir en las economías que tengan una alta tasa de dependencia de las exportaciones a los EE.UU. y Europa. En segundo lugar, la severa restricción del crédito va a perjudicar fundamentalmente a aquellos países que deban recurrir al financiamiento externo para poder cumplir con sus obligaciones financieras. El pronóstico del FMI indica una desaceleración del crecimiento para 2009 también en las economías emergentes. La caída de los precios de los *commodities* –que comenzara a registrarse a partir de la segunda mitad de 2008–, en combinación con una menor demanda de importaciones por parte de los países desarrollados, va a impactar en el resultado de la balanza comercial, y por ende en la cuenta corriente. A la vez, a través de los impuestos al comercio exterior, se verificará un impacto fiscal.

Los países emergentes registraron un crecimiento conjunto del orden del 8% durante 2007 (Cuadro 2). Se espera una desaceleración durante 2008, que muy posiblemente se intensifique en 2009. La demanda interna continuó siendo el factor que más contribuyó al crecimiento en los países en desarrollo debido a la fortaleza del consumo de las familias y a gasto en inversión.

Como consecuencia del vigoroso crecimiento de los mercados emergentes registrado durante el último lustro, la inflación se aceleró sensiblemente a partir de la segunda mitad de 2007. Pero desde el tercer trimestre de 2008 el precio de las principales materias primas alimentarias, así como del petróleo, ha comenzado a descender. No obstante, no se esperan disminuciones sensibles en los precios de los alimentos al consumidor, que se ubican en un nivel significativamente más alto que el promedio histórico.

No es improbable que los precios del maíz, soja y trigo, los principales productos agrícolas que comercia la Argentina, retornen a los niveles de 2006, cuando comenzaron a dispararse sus cotizaciones en virtud de la acelerada demanda de alimentos y biocombustibles, así como a la creciente afluencia de inversiones especulativas que contribuyeron a inflar artificialmente la burbuja. Pero a medida que la desaceleración mundial ganó intensidad, gran parte de los inversionistas a fin de cubrir otras posiciones o hacerse de capital, abandonaron la especulación con *commodities*, ampliando aún más el nerviosismo y la desconfianza del mercado de productos básicos.¹³

5. El papel de China

China tiene motivos adicionales de preocupación a la casi segura caída de las exportaciones hacia sus principales socios comerciales. En los últimos años la economía norteamericana y la china desarrollaron una relación de dependencia en la cual el exceso de ahorro de país asiático financió a muy bajos intereses el gasto de las familias norteamericanas. Como resultado de ello, China se volvió acreedora de los EE.UU., a partir de lo cual los problemas financieros de la primera economía del mundo le conciernen también a su principal prestamista.

Para China interesa no sólo tener garantías de que el dinero en bonos del Tesoro va a ser recuperado, sino también evitar un escenario en el cual se reduzca mucho el valor de dólar, ya que de ello depende poder mantener el valor de sus exportaciones, pilar sobre el que se basa su reciente expansión económica. En este modelo existe un acuerdo tácito entre países que mantienen su moneda desvalorizada artificialmente, aumentan sus exportaciones y acumulan reservas, a cambio de lo cual compran títulos del Tesoro y financian en gran parte el déficit producido por sus ventas a los EE.UU.

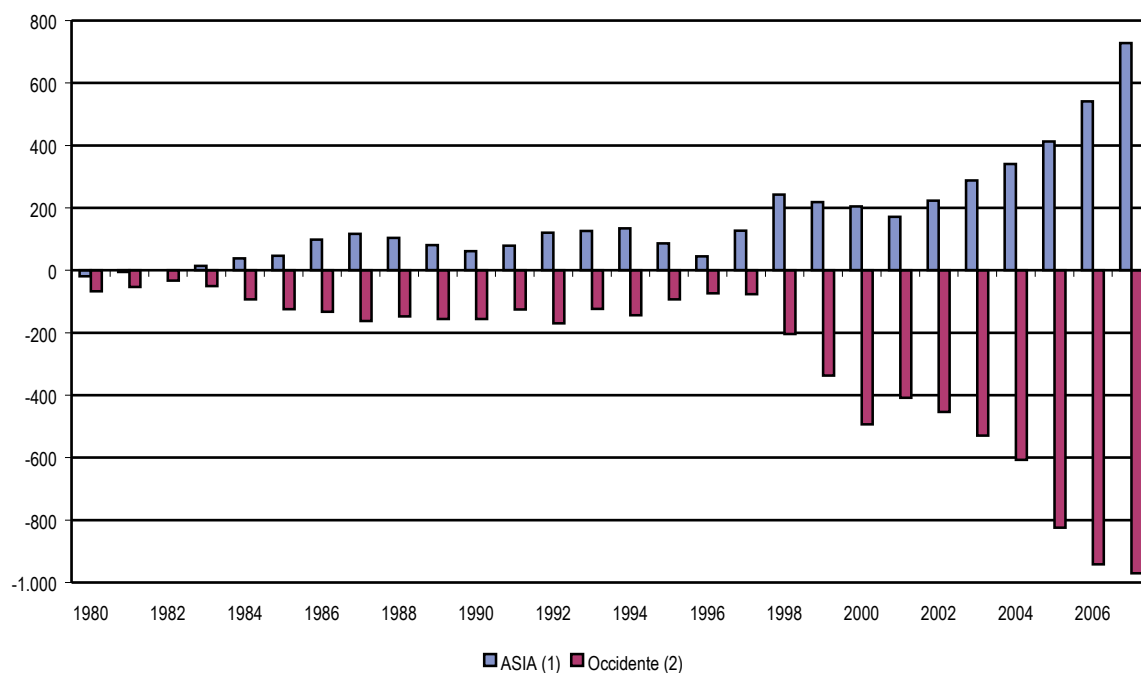
¹³ Ver Piñeiro, Martín. "La situación global de los alimentos: algunas consecuencias para la argentina" en este mismo número de la Revista del CEI

Los principales países acreedores son Japón, los países productores de petróleo y China. Al analizar los flujos anuales, el FMI estima que, en 2006, China y Cercano Oriente financiaron el 86% del déficit de los países industriales (Gráfico 4), mientras que prevé que para 2013 el superávit chino supere a la totalidad del déficit de los países industriales.

Gráfico 4

Saldo en cuenta corriente de países deudores y acreedores

miles de millones de dólares



(1) China+HK+Japón+ Indonesia+Corea+Malasia+Singapur+Tailandia+Taiwán

(2) UE+EEUU+Australia+Canadá

Fuente: CEI en base a fuentes nacionales y FMI

Como se desprende de lo anterior, el papel de China en el mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero internacional es crucial, ya que cualquier cambio en la cartera de deuda de su banco central tendrá consecuencias considerables sobre las principales divisas utilizadas como refugio de valor así como en las tasas de interés.

Durante 2007 los activos financieros de los EE.UU. en poder del resto del mundo se encontraban en torno de los 16 billones de dólares. Estos activos están sujetos a dos variables: las tasas de cambio y de interés. En los tres últimos años el dólar ha perdido un 17% frente a la moneda china, mientras que el rendimiento de los bonos del Tesoro ha bajado continuamente desde mediados de 2006.

Pero el financiamiento del déficit de cuenta corriente de los EE.UU. tiene una contracara: al sostener el dólar ha permitido un creciente superávit de la balanza comercial del gigante asiático, que a la postre le permitió alcanzar tasas de crecimiento del PIB superiores al 10% anual. Este comportamiento resulta consecuente con el que ha mantenido desde hace más de dos décadas. Por ejemplo, durante la crisis del Sudeste Asiático, y contra todo pronóstico, China no devaluó el yuan, poniendo de manifiesto su voluntad de contribuir a la estabilidad de un sistema que le ha permitido incorporar al mercado alrededor de 20 millones de personas por año.

En la medida en que China y Asia bajen sus exportaciones al mundo desarrollado van a bajar sus importaciones de materias primas desde América Latina y África. De esta manera, la recesión en los EE.UU. va a

terminar repercutiendo en Asia, y a partir de allí va a impactar sobre los países agro-mineral exportadores, como es el caso de la Argentina, Chile, Perú, Brasil y gran parte de África. Existe la posibilidad de que el efecto no sea tan profundo si China logra basar en mayor medida el crecimiento de su economía en el mercado interno. Esto, sin embargo, implicaría un cambio muy profundo en la estructura social de ese país ya que en la actualidad casi 800 millones de personas viven en la pobreza o con salarios de subsistencia que de ninguna manera les permite absorber la oferta excedente.

Recuadro 3

Las medidas adoptadas en noviembre de 2008 por el gobierno chino

Durante los primeros días del mes de noviembre de 2008 las autoridades chinas anunciaron un paquete de medidas por u\$s 586.000 millones. El gobierno chino se ha propuesto llevar adelante una política fiscal activa, la cual incluye el recorte de impuestos y un incremento del gasto público en infraestructura. El gobierno aseguró que se destinará dinero a una serie de medidas fiscales orientadas específicamente a mejorar la vida de los ciudadanos. Al momento de escribir el presente informe no se sabe que parte del plan se dirigirá a cada una de las diez áreas elegidas, entre las que se encuentran las viviendas de bajo costo, redes de transporte, innovación técnica, ecología y reconstrucción después de desastres. Otras medidas incluyen la reestructuración del impuesto al valor agregado y el estímulo para que los bancos incrementen sus préstamos.

6. Las enseñanzas que deja la crisis

Es necesario recordar que la expansión del sistema financiero trasciende las fronteras de los Estados nacionales, siendo susceptible de impactar negativamente sobre la economía internacional, incluyendo los países en desarrollo, que han tenido históricamente un reducido margen de influencia en la formulación de la arquitectura de los organismos monetarios y financieros y, por ende, en la implementación de sus políticas.

Al respecto, la actual crisis financiera y económica es una ratificación de que no se puede persistir en un sistema u orden económico que genera una alta imprevisibilidad y que, en lugar de asegurar un crecimiento equilibrado y sostenible de la economía mundial, entre los países y al interior de ellos, conduce al acortamiento de los ciclos económicos y acentúa las desigualdades.

Resulta evidente que los factores que desataron la crisis financiera a mediados de 2007 han desbordado las fronteras de la economía de los Estados Unidos. La crisis de liquidez, que esconde una crisis real de la economía, se está extendiendo entre los países de la OECD y a distintos puntos del planeta, amenazando a las economías más vulnerables del mundo en desarrollo.

La dificultad mayor para enfrentarla radica en el método mediante el cual se pretende dar solución a los problemas detectados, al actuar aisladamente, como reacción a las situaciones a medida que se van presentando. La crisis de las hipotecas, que se ha contagiado a diversos mercados a través de la cadena de transmisión de los fondos de inversión y las carteras de los bancos, está teniendo cada vez un mayor impacto sobre el sector productivo como consecuencia de esa reacción no sistémica y tardía.

Lo que se desprende es una clara lección acerca de las consecuencias de la falta de regulación en los sistemas financieros de los países de mayor peso económico y de que la experiencia se repite. Si no hay adecuadas regulaciones, el mercado no se autodisciplina para evitar este tipo de episodios; por el contrario reitera la perversidad de perseguir réditos de dos dígitos cuando la tasa de beneficios de la producción y el ritmo de crecimiento de las economías es varias veces menor. Poco se menciona que los capitales especulativos

tienen perspectivas muy diferentes de las del resto de la población: los intereses basados en la ganancia inmediata se contraponen con los valores sociales y el desarrollo sostenible.

En la misma línea, los gerentes de las grandes corporaciones financieras perciben remuneraciones muchas veces millonarias que no guardan relación alguna con los rendimientos de la economía real. El sistema financiero, tal y como estaba planteado hasta la actualidad, no presenta incentivos para que los directivos actúen resguardando los intereses de la compañía por encima de los propios.

En América Latina existen amargas experiencias de este tipo de episodios en los cuales la ganancia privada de unos pocos termina siendo pagada por la distribución de las pérdidas a toda la sociedad, mediante el ajuste recesivo y el desempleo de factores, fundamentalmente del trabajo, los que son de alto impacto regresivo. La primera lección que se deriva es entonces sobre la necesidad de reformar este marco escasamente regulado de las políticas monetarias y financieras que dan lugar a actividades especulativas que permiten grandes ganancias a un sector minúsculo de la sociedad y que más temprano que tarde terminan desestabilizando todo el sistema económico.

Es necesario considerar otro de los focos de atención de la presente coyuntura, que está dado por los altos precios de las materias primas, en particular en los sectores de energía y alimentos. Este hecho se motiva, por un lado, por la insuficiencia de la oferta, derivada de las políticas de alta protección y de subvenciones que impactaron negativamente en la producción agrícola de los países en desarrollo. Por otro, por la especulación que se desplaza de activos financieros a los futuros en *commodities*. La búsqueda de una solución al impacto inflacionario por el alza de las materias primas y alimentos, a través de políticas monetarias contractivas, puede convertirse en parte del problema al afectar negativamente las perspectivas de crecimiento económico. Un instrumento más propicio en este contexto de aumento de los precios de los productos básicos parece ser la cooperación y coordinación entre actores públicos y privados.

En el mundo en desarrollo los efectos que genera la suba en los precios de los alimentos son muy graves por las consecuencias que tienen sobre la pobreza. Los gobiernos deben enfrentar esta situación a través de transferencias monetarias o en especie hacia las familias pobres con presupuestos limitados, haciendo uso muchas veces de recursos originalmente previstos para obras de infraestructura y afectando de esa manera las posibilidades de desarrollo en el largo plazo.

De aquí la necesidad de actuar decididamente sobre todos estos problemas, abordando las causas que generan las grandes fluctuaciones de precios, de forma de corregir las consecuencias no deseadas de esta situación. Las Naciones Unidas (ONU, 2008) sostienen que para tener posibilidades de lograr los objetivos de Desarrollo del Milenio, entre los que figura la reducción de la pobreza, resulta necesario aumentar la Asistencia Oficial para el Desarrollo de los donantes bilaterales entre 50 y 60 mil millones de dólares a fin de complementar el esfuerzo presupuestario que realizan los países en desarrollo.

En cuanto al largo plazo, se debe insistir en la reforma de las políticas agrícolas, el desmantelamiento del proteccionismo y la eliminación de las subvenciones internas y a la exportación de los países desarrollados. De esta forma se promoverá la producción en el mundo en desarrollo, se tendrán mercados más estables y se podrá afrontar con éxito las necesidades alimentarias de una creciente población.

En concreto, es necesario reconocer que la superación de los graves problemas que afronta la economía internacional requiere un cambio que reconozca la centralidad del papel de los Estados nacionales, tanto en lo que concierne al desafío interno del desarrollo sustentable con equidad como en lo que se refiere a los procesos de coordinación de políticas de regulación, a través de los foros internacionales pertinentes. Es tiempo de que se revise el sistema organizado luego de la Segunda Guerra Mundial y se lo transforme para que esté en condiciones de hacer frente al desafío de un mundo distinto, más complejo y con un número mayor de actores protagónicos, donde los países en desarrollo adquieren un papel fundamental. No es posible persistir en los grados de libertad que han llevado a las crisis económicas y financieras recurrentes e impuesto rigurosas condiciones a la ejecución de las políticas económicas de los países en desarrollo.

La corrección de los problemas financieros de los EE.UU. a pesar del respaldo monetario y fiscal sustancial que han activado las autoridades, incluyendo la reactivación de una agencia estatal para hacerse cargo de las hipotecas en *default*, continuará incidiendo negativamente sobre la demanda, a raíz del impacto del ajuste sobre la economía real. Los EE.UU. deberán encarar la reducción del déficit de las cuentas públicas y del balance de pagos, disminuyendo la brecha entre el ahorro y la inversión interna. De lo contrario, es factible que comience a aparecer cierta desconfianza en el dólar, con la consecuente disminución en la demanda de dicha moneda por parte de las economías que han contribuido a sostener el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos, con lo cual las implicancias recesivas podrían ser todavía de mayor magnitud ante la caída del financiamiento externo. Otras economías avanzadas también se desacelerarán o entrarán en recesión, mientras que en algunos países europeos el mercado de la vivienda retraerá aún más el nivel de actividad.

7. El impacto de la crisis en la economía argentina

Cabe conjeturar que la crisis financiera internacional no pasará sin consecuencias para la economía argentina. El aumento del precio de los productos agrícolas, que se aceleró desde mediados de 2007, coincide con el inicio de la crisis de las hipotecas *subprime* y con la aparición de movimientos especulativos en el mercado de las materias primas. Este espiral ascendente de los precios se ha revertido desde mediados de 2008, aunque sin afectar el alza tendencial que se verifica desde 2002 en adelante. Las perspectivas son que, hasta tanto no se resuelva la crisis financiera, estos mercados estarán sujetos a una fuerte volatilidad, pero con muy bajas probabilidades de volver a los niveles anteriores al alza de precios.

La retracción de los altos precios verificados durante 2008 podría incidir sobre el desempeño de la balanza comercial argentina y las cuentas fiscales, teniendo en cuenta que una parte de los ingresos impositivos provienen de los derechos de exportación. El mantenimiento del superávit primario necesario para hacer frente a los compromisos de la deuda pública, bajo estos supuestos, podría exigir una mayor disciplina en materia de gastos.

La restricción fiscal, a su vez, es susceptible de afectar negativamente el ritmo de crecimiento del nivel de actividad. Según la CEPAL (2008 b), para 2009 se espera una desaceleración en el ritmo de crecimiento del PIB de toda América Latina (Cuadro 3). En cuanto a la Argentina, en el segundo trimestre el PIB habría aumentado un 7,5% respecto de igual período de 2007, pero los sectores productores de bienes registraron un incremento del 3,7%, en tanto que los servicios lo hicieron un 9,0%, en el cual sobresale el dinamismo del sector financiero (23%) (INDEC, 2008). Se observa, en cierta medida, una desaceleración de la actividad productiva, aunque en este caso hay que computar la incidencia de la menor actividad agropecuaria como consecuencia del conflicto con las asociaciones sectoriales durante dicho trimestre.

Cuadro 3
América Latina
variación del PIB a precios constantes de 2000

	2004	2005	2006	2007	2008 (e)	2009 (e)
Argentina	9,0	9,2	8,5	8,7	7,0	5,0
Brasil	5,7	2,9	3,7	5,4	4,8	4,0
Chile	6,0	5,6	4,3	5,1	4,2	5,0
Colombia	4,7	5,7	7,0	8,2	5,3	4,5
Venezuela	18,3	10,3	10,3	8,4	6,0	4,0
América Latina	6,1	4,9	5,7	5,7	4,7	4,0

Fuente: CEI en base a CEPAL

Un aspecto de importancia se refiere a las expectativas que tendrán los agentes económicos en un período de incertidumbre internacional. ¿Optarán por una retracción de consumo a favor de una mayor tasa de ahorro? Un comportamiento de este tipo disminuye la demanda agregada y conduce a un menor nivel de actividad que el correspondiente a la tendencia que se viene observando desde más de cinco años a esta parte. Lo que sí queda claro es que la economía mundial tendrá un menor ritmo de crecimiento y este fenómeno repercutirá sobre el nivel de actividad interno.

Es bastante factible que la reducción en el precio de los principales bienes de exportación redunde en un menor ingreso de divisas. Asumiendo que los precios de los cereales y oleaginosas mantengan el próximo año los valores promedio de 2008, el valor de las exportaciones de mercancías en 2009 rondaría los u\$s 75.000 millones, en tanto que las importaciones, de continuar con el ritmo de crecimiento de 2008 podrían superar los u\$s 60.000 millones. Esta estimación se basa en que no haya una mayor caída del precio de los cereales y oleaginosas y que las importaciones no se vean afectadas por un menor nivel de actividad interna.

Previo a la crisis financiera algunos economistas estimaban un incremento del PIB para 2009 de alrededor de 5%; a la vez la estimación de crecimiento en el proyecto de presupuesto nacional, enviado por el Poder Ejecutivo al Congreso de la Nación, es del 4% para 2008. Ambas cifras se ubican en línea con la moderación de la demanda internacional que se derivará del ajuste en las principales economías y de sus efectos sobre el resto del mundo.

Otro de los efectos del menor nivel de actividad junto con la baja o amesetamiento de los precios de las *commodities* es sobre el nivel de precios. Cabe esperar una desaceleración de la inflación, hecho que se está empezando a reflejar en las cifras estadísticas y en las proyecciones económicas.

En cuanto al movimiento de capitales, las estimaciones del Banco Central (2008) señalan que hasta el tercer trimestre de 2008 se verificó una transferencia neta de fondos al exterior de poco más de 12.000 millones de dólares. Si bien los niveles de reserva internacionales son suficientes para afrontar movimientos especulativos, la continuidad de la salida de capitales puede dar lugar al aumento del tipo de cambio en consonancia con el mantenimiento de una tasa de interés elevada.

La economía brasileña ha estado sufriendo una salida de capitales significativa. La cotización del dólar superó los 2 reales y alcanzó un pico el 8 de octubre, como consecuencia de la salida neta de fondos. La pregunta es cuánto podrá afectar este comportamiento a la economía argentina. En el plano comercial no hay duda de que podría verse afectado el crecimiento de las exportaciones a Brasil y, en la medida que disminuya su actividad económica interna, una mayor competencia de importaciones de ese origen en nuestro mercado.

En síntesis, las posibles incidencias sobre la economía argentina se refieren a:

- Desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB
- Menor saldo comercial y de cuenta corriente
- Reducción del superávit fiscal
- Mayor dificultad para conseguir financiamiento externo
- Mayor presión sobre el tipo de cambio
- Aumento de la tasa de interés
- Menor presión inflacionaria

En función de lo anterior, la política económica deberá concentrarse en la instrumentación de medidas contracíclicas, garantizando un adecuado nivel de inversión pública en contraposición a una mayor disciplina en el gasto corriente. A la vez, en esa acción contracíclica, deberá atender la evolución del sector externo, asegurando que las importaciones y los movimientos de capitales sean compatibles con el mantenimiento del ritmo de actividad y de los superávit fiscal y de balance de pagos.

En palabras de Paul Krugman, debemos “volvemos fiscales” (Krugman, 2008). El reciente ganador del Premio Nobel de economía sostiene que es políticamente moderno hablar de responsabilidad en el gasto fiscal, pero que ahora mismo no es momento para preocupaciones sobre el déficit presupuestario.

8. Conclusiones

Todo indica que entre la crisis de un modelo que parecería haber envejecido precozmente y las dificultades para el surgimiento de uno nuevo mediará un período más o menos largo de inestabilidad. Las consecuencias de las perturbaciones descritas en las páginas precedentes no serán tan sólo de orden económico. La magnitud de la presente crisis tendrá consecuencias geopolíticas que van a modificar la actual estructura unipolar del mundo. No obstante, hacia qué configuración derivará el poder durante las próximas décadas, es aún una incógnita. Las determinaciones que tome China respecto de su stock y demanda futura de bonos del Tesoro norteamericano serán decisivas. Si las autoridades chinas deciden cambiar la moneda de reserva de sus ahorros externos, las dificultades para conseguir financiamiento a bajo costo para los EE.UU. impactarán sobre el nivel de consumo interno y, en definitiva, en sus perspectivas de crecimiento.

La evolución en el mercado de las materias primas también será determinante. A pesar de las caídas en las cotizaciones registradas a partir de la segunda mitad de 2008, los *commodities* parecen haberse ubicado en un piso muy superior a sus niveles históricos. Su evolución futura será decisiva para los países en desarrollo, tanto para los exportadores netos como para los importadores netos de materias primas. El comportamiento de los precios impactará de lleno sobre los países emergentes, muchos de ellos dependientes en gran medida de las ventas de pocos productos. Por otra parte, debido a que una importante porción del consumo de las familias en estos países está conformada por los alimentos, la evolución de los mismos será fundamental para el nivel de vida de la población.

Bibliografía

Banco Central de la República Argentina (2008). *Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario. Tercer trimestre de 2008*. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina.

Banco de Pagos Internacionales (2008). *Informe trimestral, septiembre de 2008*. Basilea: Banco de Pagos Internacionales.

CEPAL (2008 a). *Panorama de la inserción internacional de América latina y el Caribe. Tendencias 2008*. Santiago de Chile: CEPAL.

CEPAL (2008 b). *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2007-2008*. Santiago de Chile: CEPAL.

Eichengreen, Barry (2004). Desequilibrios globales y las lecciones de Bretón Woods. *Revista Desarrollo Económico* 44: 619-643.

Fondo Monetario Internacional (2008 a). *Perspectiva de la Economía Mundial, octubre 2008*. Washington D.C.: FMI.

Fondo Monetario Internacional (2008 b). *World Economic Outlook Update*. Washington D.C.: FMI.

INDEC (2008). *Informe de avance del nivel de actividad. Segundo trimestre 2008*. INDEC: Buenos Aires.

Krugman, Paul (2008). *Let's get fiscal*. New York Times, 17 de octubre de 2008.

Organización de las Naciones Unidas (2008). *Objetivos de Desarrollo del Milenio Informe 2008*. Nueva York: ONU.

Rogoff, Keneth (2008). *America will need a \$1,000 bn bail-out*. Financial Times, 17 de septiembre de 2008.

Roubini, Nouriel (2008). *The risk of a Systemic Financial Metdown: the 12 steps to financial disaster*. <http://www.rgemonitor.com>

Anexo 1**Contribución a la demanda, el consumo y la inversión mundiales
variación porcentual anual**

	1995	2000	2005	2006	2007
PIB real					
Mundial	3,8	4,8	4,2	4,7	4,5
EEUU	0,6	0,9	0,8	0,7	0,5
Zona euro	0,6	0,8	0,3	0,5	0,5
Otra economías avanzadas	0,4	0,6	0,4	0,5	0,5
Economías emergentes	2,2	2,5	2,7	3,0	3,0
Consumo real					
Mundial	3,5	4,7	4,3	4,5	4,7
EEUU	0,7	1,2	0,8	0,8	0,7
Zona euro	0,5	0,6	0,3	0,4	0,3
Otra economías avanzadas	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Economías emergentes	1,9	2,5	2,8	2,9	3,2
Inversión real					
Mundial	4,6	6,4	7,7	7,1	5,7
EEUU	1,4	1,5	1,5	0,6	-0,5
Zona euro	0,5	1,0	0,6	1,0	0,8
Otra economías avanzadas	0,3	0,4	0,8	0,8	0,5
Economías emergentes	2,4	3,5	4,8	4,7	4,9

Fuente: CEI en base a Bank for International Settlements