

La crisis mundial desde la perspectiva de los países en desarrollo: algunas reflexiones

ROBERTO FRENKEL /
MARTÍN RAPETTI

La crisis económica mundial iniciada en Estados Unidos ha impactado en la teoría macroeconómica y revitalizado algunas viejas ideas. La crisis permite extraer ciertas lecciones para los países en desarrollo. En primer lugar, prevenir este tipo de situaciones exige no solo la regulación de los mercados financieros nacionales sino también la implementación de políticas macroeconómicas consistentes. Además, es necesario construir normas internacionales que moderen los movimientos de capitales. En los países en desarrollo, las crisis tienden a impactar en la balanza de pagos y el frente fiscal y muchas veces generan respuestas de ajuste recesivo, que es exactamente lo opuesto a lo que se debería hacer. El refuerzo de la capacidad de préstamo del FMI y los cambios en los condicionamientos del organismo son signos positivos, aunque no suficientes.

■ Introducción

La crisis mundial tiene su origen en el sistema financiero estadounidense. Al ser este el núcleo de una red en la que se interrelacionan los sistemas financieros

Roberto Frenkel: investigador del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (Cedes) y profesor de la Universidad de Buenos Aires.

Martín Rapetti: investigador del Cedes y doctorando de la Universidad de Massachusetts, Amherst.

Palabras claves: crisis, macroeconomía, instituciones financieras, América Latina.

Nota: Este artículo es una versión en español del texto original en inglés revisada por los autores. El artículo original fue elaborado para el proyecto «Inestabilidad y Regulación Financiera en América Latina» de la Fundación Friedrich Ebert. Traducción de Verónica Mastronardi. La versión original de este artículo en inglés puede consultarse en <www.nuso.org>.

nacionales de casi todos los países del mundo, la crisis se expandió con gran rapidez. La caída de los precios de los activos, la disminución de la liquidez y la creciente incertidumbre en los mercados financieros comenzaron a generar un progresivo impacto en la actividad económica. La consiguiente reducción de la demanda agregada se extendió por todo el mundo a través de los canales comerciales internacionales, acentuando así la dinámica recesiva. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), en 2009 la economía mundial sufriría la mayor recesión de los últimos 60 años. Los analistas coinciden en general en que la economía mundial atraviesa la peor crisis desde la Gran Depresión.

Las crisis económicas y financieras son difíciles de comprender a la luz de la teoría macroeconómica predominante en la actualidad. Sus modelos infieren los resultados macroeconómicos de los microfundamentos explícitos de la teoría de la elección racional, según la cual los agentes persiguen la optimización sobre la base de expectativas racionales. Resulta llamativo el contraste entre la crisis actual y el mundo tal y como lo describe la teoría macroeconómica moderna. Cuesta creer que una crisis financiera pueda derivar de la interacción de agentes que conocen las probabilidades de los hechos futuros. La incertidumbre –no el riesgo– sobre el futuro y la confianza con que los agentes construyen sus expectativas sobre este constituyen factores claves para comprender las crisis financieras. Sin embargo, se trata de aspectos relegados por los modelos económicos predominantes. De igual modo, un modelo basado en un agente único mal puede dar cuenta de las importantes asimetrías entre los agentes que inciden en el comportamiento microeconómico y en los resultados macroeconómicos. La existencia de información asimétrica entre deudores y acreedores, por ejemplo, es sumamente importante para comprender el comportamiento de los mercados y las crisis financieras.

Este contraste entre la teoría macroeconómica contemporánea y la realidad actual ha repercutido en los círculos académicos. Los economistas heterodoxos vienen criticando desde hace tiempo la teoría macroeconómica prevaleciente. Pero lo que resulta aún más notable es que varias figuras influyentes de la corriente económica dominante han manifestado su disconformidad. Entre los escépticos se puede mencionar a Robert Solow¹, George Akerloff y Robert Shiller², Willem

1. «Comments on *Modern Macroeconomics in Practice: How Theory is Shaping Policy* by V. V. Chari and Patrick J. Kehoe» en *Journal of Economic Perspectives* vol. 22 N° 1, invierno de 2008, pp. 243-249.

2. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton, 2009.

Buiter³, Paul Krugman⁴ y Dani Rodrik⁵. Tanto los críticos heterodoxos como aquellos que pertenecen a la corriente principal parecen compartir la opinión de que la macroeconomía contemporánea ha dejado de lado, de forma sistemática, importantes conocimientos y visiones presentes en generaciones anteriores de economistas.

Nosotros coincidimos con esta opinión. No obstante, dado el curso que han tomado los debates, creemos que existe el riesgo de que la recuperación de antiguos conocimientos termine resultando parcial. Un elemento clave de la economía estructuralista e institucional es el que sostiene que el comportamiento económico no se reproduce necesariamente de igual modo en todos los países. La historia, las instituciones y las estructuras económicas cumplen roles fundamentales a la hora de definir el comportamiento de los agentes y, en consecuencia, generan efectos sobre los resultados macroeconómicos. Este aspecto no debería ser olvidado.

El presente artículo analiza, en el contexto de la crisis actual, dos diferencias importantes entre los países en vías de desarrollo y los desarrollados. En la primera sección se evalúan las diferencias en cuanto a los factores que desencadenan la fase de auge que precede a una crisis financiera. Por ejemplo, las condiciones que condujeron a las crisis financieras en los países en desarrollo residen en la implementación de políticas macroeconómicas que incluyeron ciertos incentivos que originaron estos ciclos de auge y recesión. Por el contrario, en los países desarrollados las causas que explican la etapa de auge se han gestado endógenamente, desde el interior del sistema financiero local. En la sección posterior, el artículo analiza las diferencias entre los países desarrollados y los países en desarrollo en lo que respecta a la capacidad de los gobiernos para implementar políticas de estabilización en momentos de crisis financieras. El principal argumento es que, dado que en los países en desarrollo los agentes se inclinan en general hacia los activos extranjeros, el espacio para aplicar políticas monetarias y fiscales expansivas es más reducido que en los países desarrollados. Sobre la base de estas dos diferencias, se plantean, en el final del artículo, algunas propuestas para paliar los efectos de la crisis mundial en las economías emergentes. El texto se cierra con unas breves conclusiones.

3. «The Unfortunate Uselessness of Most ‘State of the Art’ Academic Monetary Economics» en *Willem Buiter’s Maverecon Blog*, 3/3/2009, <<http://blogs.ft.com/maverecon/2009/03/the-unfortunate-uselessness-of-most-state-of-the-art-academic-monetary-economics/>>.

4. «A Dark Age of Macroeconomics (Wonkish)» en *Paul Krugman’s Blog, The New York Times*, 27/1/2009, <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/01/27/a-dark-age-of-macroeconomics-wonkish/>>.

5. «The Sorry State of (Macro) Economics» en *Dani Rodrik’s Weblog*, 11/3/2009, <http://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/2009/03/the-sorry-state-of-macroeconomics.html>.

■ Las crisis financieras, aquí y allá

Las dificultades de la teoría macroeconómica dominante para lidiar con las crisis no deberían atribuirse a todas las escuelas de pensamiento. Las obras de Karl Marx, John Maynard Keynes, Michael Kalecki, Hyman Minsky y Axel Leijonhufvud, por mencionar solo algunos nombres, han subrayado la inestabilidad inherente a las economías capitalistas y su propensión a las crisis. Desde que estalló la crisis de las hipotecas *subprime* se han producido algunas reacciones críticas hacia el paradigma dominante y una incipiente revalorización de los aportes de aquellos teóricos que han abordado la cuestión de las crisis financieras como tema central. La contribución de Minsky pareció haber captado especial atención⁶.

El hecho de que analistas y observadores de los mercados financieros hayan rescatado las ideas de Minsky del exilio intelectual al que habían sido condenadas no debería sorprender. Las condiciones que provocaron y contribuyeron al desarrollo de la crisis financiera actual reproducen muy nítidamente el modelo de crisis financieras de Minsky. En él⁷, las crisis están siempre precedidas por un periodo de auge económico y financiero. Durante la fase de auge, las expectativas optimistas sobre el futuro se generalizan, la confianza se incrementa

Desde que estalló la crisis de las hipotecas *subprime* se han producido algunas reacciones críticas hacia el paradigma dominante y una revalorización de los teóricos que han abordado la cuestión de las crisis financieras como tema central. La contribución de Minsky pareció haber captado especial atención ■

6. Diversos artículos publicados en periódicos como *The New York Times*, *The Wall Street Journal* y *Financial Times* han puesto el énfasis en la relación entre el aporte de Minsky y las crisis financieras actuales. Entre los *blogs* de economistas financieros que reivindican la obra de Minsky pueden mencionarse los de Nouriel Roubini y Willem Buiter. Desde una perspectiva más académica, Akerloff y Shiller defienden la relevancia de los aportes de Minsky. Ver G. Akerloff y R. Shiller: ob. cit.

7. Abundan los trabajos de Minsky sobre las crisis financieras y su relación con la macroeconomía. Para un análisis crítico sobre la asimilación neoclásica de los aportes de Keynes y la relevancia de las finanzas en el marco de Keynes, véase *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, Nueva York, 1975; para una síntesis de su modelo de crisis financieras, «A Theory of Systemic Fragility» en Edward I. Altman y Arnold W. Sametz (eds.): *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, John Wiley and Sons, Nueva York, 1977, y para la más brillante y madura exposición de su pensamiento, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven, 1986. Charles Kindleberger ofrece un informe histórico exhaustivo de las crisis financieras analizadas dentro del marco de Minsky en *Maniacs, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis*, John Wiley and Sons, Nueva York, 1977.

y la percepción del riesgo disminuye. En este contexto, los agentes asumen posiciones de riesgo y el sistema adquiere una creciente fragilidad. Llegado cierto momento, un hecho puntual llama la atención de los agentes sobre el alto grado de exposición al riesgo que existe en el sistema. Comienza así una etapa de dificultades. En respuesta a la percepción de un riesgo más alto, la mayoría de los agentes modifica sus carteras en favor de activos líquidos y más seguros. El exceso de demanda de liquidez y activos de bajo riesgo termina por hacer estallar la burbuja, lo que desemboca en una pérdida masiva de riqueza. En esta fase recesiva prevalecen las expectativas pesimistas. Así como en la fase anterior predominaban los efectos de la retroalimentación positiva, en esta etapa se imponen efectos negativos. Los desarrollos deflacionarios en los mercados financieros hacen que la mayor parte de los agentes cuente con una liquidez restringida o se ubiquen directamente en un estado de insolvencia; en cualquiera de estos casos, sus decisiones relativas a los gastos se ven afectadas de forma adversa. El consumo privado disminuye y las inversiones colapsan. Lo que comenzó como contracción del sector financiero alcanza a toda la economía. En suma, la crisis financiera conduce a una crisis sistémica.

Para los economistas que tomaron en serio la obra de Minsky, la crisis financiera de Estados Unidos no fue una sorpresa. En efecto, el marco teórico de

**Para los economistas
que tomaron en serio la
obra de Minsky, la crisis
financiera de Estados Unidos
no fue una sorpresa ■**

Minsky resulta útil para comprender los hechos en curso y formular posibles respuestas. Sería provechoso para la comprensión y prevención de las crisis financieras que los aportes de Minsky hubiesen influido de manera más clara tanto en la investigación económica como en la elaboración de políticas. En

este sentido, también sería positivo que los economistas y los responsables de las políticas tomaran en consideración las vastas investigaciones sobre las crisis en los países en desarrollo ocurridas en los últimos 30 años. La mayoría de estos casos tuvieron lugar en América Latina. En efecto, desde comienzos de los 70, la región comenzó a participar en la segunda ola de globalización y, desde entonces, padeció numerosas crisis. Otros países en vías de desarrollo se incorporaron al proceso de globalización financiera más tarde, en los primeros años de la década de 1990 y, junto con los países latinoamericanos, pasaron a denominarse «economías de mercado emergente». Las crisis en algunas de estas economías, como las de los cinco países de Asia oriental, Rusia y Turquía, se suman a la larga lista de crisis en países en desarrollo.

El modelo de Minsky ha inspirado numerosos estudios sobre las crisis financieras de los países en vías de desarrollo⁸. En la segunda mitad de los 70, Argentina y Chile se vieron inmersos en ciclos de auge y recesión minskyanos, que generaron crisis financieras sistémicas que estallaron alrededor de un año antes de sus crisis de balanza de pagos, ocurridas en 1980 (Argentina) y 1981 (Chile). También se observaron ciclos minskyanos similares en las crisis de México y Argentina en 1995, Asia oriental en 1997-1998, Rusia en 1998, Brasil en 1999, y Argentina y Turquía en 2001. En todos estos episodios, las crisis estuvieron precedidas por periodos de auge durante los cuales se crearon burbujas de precios de los activos e intermediación financiera en un contexto de comportamientos cada vez más arriesgados. El análisis de todos estos episodios demuestra que las crisis no fueron el resultado de políticas fiscales insostenibles, *shocks* externos negativos o comportamientos que involucren un alto riesgo moral debido a garantías gubernamentales implícitas o explícitas. Por el contrario, fueron consecuencia de una creciente fragilidad financiera como consecuencia de la confluencia de un mayor apetito de riesgo por parte del sector privado y una laxa reglamentación de los mercados financieros durante la fase de auge⁹.

La crisis financiera actual de EEUU y las que golpean a las economías emergentes se asemejan en sus dinámicas de características minskyanas. Existe, sin embargo, una diferencia crucial que reside en los factores que dan inicio a la fase de auge en el ciclo minskyano. En el caso de las economías de mercado emergentes, las innovaciones y las burbujas financieras que se desarrollan en la fase de auge son consecuencia de la implementación de nuevas reglas de política macroeconómica, incluida la apertura de la cuenta de capital, que generan un entorno rentable para el arbitraje financiero entre los activos externos y locales.

8. Para un modelo seminal de las crisis financieras en países en desarrollo conforme a la herencia minskyana, v. R. Frenkel: «Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital» en *El Trimestre Económico* vol. 1 N° 200, 10-12/1983, donde se analizaron las crisis de Argentina y Chile de comienzos de la década de 1980. Otros análisis minskyanos de crisis en países en desarrollo incluyen: Moritz Cruz, Edmund Amann y Bernard Walters: «Expectations, the Business Cycle and the Mexican Peso Crisis» en *Cambridge Journal of Economics* vol. 30, 2006, pp. 701-722, sobre la crisis mexicana de 1995; Philip Arestis y Murray Glickman: «Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way» en *Cambridge Journal of Economics* vol. 26, 2002, pp. 237-260, sobre las crisis asiáticas de 1998; Gabriel X. Martínez: «The Political Economy of the Ecuadorian Financial Crisis» en *Cambridge Journal of Economics* vol. 30, 2006, pp. 567-585, sobre la crisis ecuatoriana de 1999; y Mario Damill, R. Frenkel y Martín Rapetti: «The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring» en *Revista da Anpec* vol. 6 N° 3, 2005, sobre la crisis argentina de 2001-2002.

9. Lance Taylor: «Capital Market Crises: Liberalisation, Fixed Exchange Rates and Market-Driven Destabilization» en *Cambridge Journal of Economics* vol. 22, 1998, pp. 663-676.

Esta conclusión se desprende del análisis comparativo de las crisis en las economías emergentes¹⁰. El análisis, en efecto, demuestra una serie de características en común. En primer lugar, las condiciones que disparan la fase de auge son originadas por cambios relativamente drásticos en las políticas macroeconómicas. En general, la liberalización del mercado financiero local y la cuenta de capital se combina con alguna regla para la predeterminación del tipo de cambio nominal (como las paridades fijas o las paridades fijas escalonadas, las «tablitas cambiarias»). La implementación de nuevas reglas macroeconómicas puede tomarse como un *shock* exógeno sobre el sistema financiero, que pronto incentiva el arbitraje entre activos externos y domésticos e induce influjos de capital que disparan el auge. En segundo lugar, en todos los casos, los movimientos internacionales de capital desempeñan un papel fundamental tanto en el auge como en la recesión. Por último, se observa una laxitud en la regulación del mercado financiero local. Esto puede ocurrir debido a la reciente liberalización o a una expansión demasiado grande de la actividad financiera durante la fase de auge que supera la capacidad regulatoria existente.

El desencadenamiento del ciclo minskyano en las economías de los países en desarrollo tiene un importante componente exógeno. En cambio, los factores que desencadenan el ciclo en la crisis financiera actual de EEUU son en esencia endógenos ■

En síntesis, el desencadenamiento del ciclo minskyano en las economías de los países en desarrollo tiene un importante componente *exógeno*. Los ingresos y las salidas de capital juegan aquí un rol preponderante al multiplicar las fuerzas financieras que impulsan el ciclo.

En cambio, los factores que desencadenan el ciclo en la crisis financiera actual de EEUU (y otras crisis en países desarrollados) son en esencia *endógenos*. Se

trata de un punto clave en la teoría de los sistemas financieros de Minsky: las burbujas y las innovaciones que se desarrollan en las etapas de auge son una consecuencia natural y espontánea de la evolución del sistema financiero.

La burbuja de los inmuebles y las innovaciones financieras que se originaron con la securitización de las hipotecas (y de otras deudas) constituyen los

10. R. Frenkel: «Globalization and Financial Crises in Latin America», en *Cepal Review* N° 80, 8/2003.

ingredientes básicos de la fase de auge del ciclo minskyano de la crisis actual. Tanto la burbuja de los precios de los inmuebles como las innovaciones financieras son procesos que se desarrollaron en los mercados inmobiliarios y financieros y que se retroalimentaron mutuamente durante un largo periodo. No cabe duda de que también hubo elementos externos que influyeron sobre ambos procesos: hay algunas discusiones, que probablemente se extenderán un tiempo más, sobre el papel de la desregulación financiera, la laxitud de la política monetaria y los ingresos de capital extranjero a EEUU como factores que estimularon estos procesos. Sin embargo, si bien alguno de estos factores puede haber sido relevante, la comparación pone en evidencia la diferencia entre el carácter exógeno de los elementos que disparan la fase de auge en las crisis en los países emergentes y las dinámicas endógenas del ciclo de las hipotecas *subprime*.

Las crisis, tanto en los países desarrollados como los emergentes, revelaron las debilidades de los sistemas financieros locales basados en regulaciones laxas. Para evitar la inestabilidad y las crisis, es esencial contar con una regulación integral. No obstante, el análisis de los episodios de crisis en economías emergentes y su comparación con las crisis en los países desarrollados sugieren que la prevención de la inestabilidad financiera y de las crisis en las economías emergentes involucra mucho más que la regulación de los sistemas financieros internos. Más específicamente, la conjunción de políticas macroeconómicas con la modalidad de integración a los mercados financieros globales resulta sumamente relevante para los desarrollos financieros en los países en desarrollo. Por consiguiente, la prevención de las crisis requiere no solo la regulación de los sistemas financieros internos, sino también una configuración macroeconómica consistente, que incluye la política cambiaria y las políticas relativas a la administración de la balanza de pagos y de reservas de divisas. En particular, las crisis en las economías emergentes han demostrado que los países deberían bregar por regímenes cambiarios que provean flexibilidad a las autoridades y eviten la especulación, medidas preventivas para la administración de los movimientos de capital y políticas que aseguren cuentas externas robustas, tales como la acumulación de reservas de divisas y la búsqueda de un tipo de cambio real competitivo (no apreciado).

El debate sobre las regulaciones financieras sigue abierto y las iniciativas son muchas. El riesgo que corren los países en desarrollo es que las reformas terminen por ser discutidas y definidas por los países desarrollados e impuestas como estándares internacionales, como ha sucedido hasta el momento. La

El riesgo que corren los países en desarrollo es que las reformas terminen por ser discutidas y definidas por los países desarrollados e impuestas como estándares internacionales, como ha sucedido hasta el momento ■

participación activa de los países en desarrollo en la reformulación de las regulaciones financieras internacionales es importante, pero más importante aún es aprovechar las circunstancias y promover su propia agenda. Esto implicaría incorporar al menos tres lecciones aprendidas de su propia experiencia. Primero, debería buscarse, de manera explícita, la autonomía de los países en desarrollo para aplicar técnicas de administración de las cuentas de capital y para implementar políticas macroeconómicas con un componente de prevención de crisis significativo. Segundo, un nuevo sistema global de prevención de crisis debería incluir normas internacionales que ayuden a suavizar los movimientos de capital, además de instituciones y mecanismos internacionales que contribuyan a compensar las salidas de capitales privados. Tercero, los países en desarrollo deberían procurar un acuerdo internacional sobre niveles de tipos de cambio real¹¹, ya que mantener tipos de cambio reales competitivos puede favorecerlos en varios aspectos. En lo que respecta al debate actual, cabe subrayar que los tipos de cambio competitivos suelen implicar una baja dependencia de los ahorros externos y generan una acumulación de reservas de divisas, lo cual robustece el sector externo y ayuda a prevenir *sudden stops* y crisis financieras.

■ **Las respuestas, aquí y allá**

Una vez que estalló la burbuja generada durante el *boom* de las hipotecas *subprime*, los gobiernos de los países desarrollados lanzaron políticas de estabilización. La reacción inicial fue utilizar la política monetaria en forma de recortes agresivos a las tasas de interés. Sin embargo, la abrupta caída de los precios de los activos y las evidencias acerca de una gran iliquidez de los mercados financieros indujeron a los bancos centrales a implementar políticas monetarias mediante una estrategia de *quantitative easing* no convencional. El intento de detener la tendencia descendente en la actividad económica resultó infructuoso. En este contexto, varios gobiernos de países

11. Para ampliar este tema, v. R. Frenkel y M. Rapetti: «Economic Development and the International Financial System» en José Antonio Ocampo (ed.): *Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, en prensa.

desarrollados decidieron que había llegado el momento de implementar políticas fiscales expansivas agresivas. EEUU, por ejemplo, lanzó en febrero de 2009 un significativo paquete de estímulos fiscales por 787.000 millones de dólares.

Paralelamente, los periódicos, las revistas de economía y la blogósfera fueron testigos de muy candentes debates acerca de la eficacia de estas políticas. Antes del estallido de la crisis, los economistas de la corriente dominante coincidían ampliamente en que los gobiernos deberían buscar la estabilización sobre todo a través de una política monetaria basada en la administración de la tasa de interés. Las políticas de respuesta a la crisis actual, en las que ocupan un lugar central una política monetaria muy expansiva y una política fiscal agresiva, encontraron un escaso sostén en la teoría macroeconómica predominante¹². Por ser dicha teoría inadecuada en este aspecto, la economía keynesiana fue revalorizada. En particular, ha ido ganando un lugar el concepto de que, en contextos de depresión e incertidumbre, donde predomina una alta preferencia por la liquidez, el aumento del gasto público es un instrumento clave para luchar contra los efectos recesivos de las crisis. Sin embargo, hasta ahora, esta tendencia incipiente ha estado enfocada específicamente en la problemática de los países desarrollados. Los economistas y los responsables de la formulación de políticas deben tomar en cuenta que los países en desarrollo difieren significativamente de los desarrollados no solo en los orígenes de la crisis, sino también en el uso de la política macroeconómica para contrarrestar los efectos recesivos de los *cracks* financieros.

Las crisis financieras implican pérdida de riqueza y desintermediación financiera. Ambos factores generan una contracción del consumo y la inversión, con la consecuente caída de la producción y el empleo. En los países desarrollados, los agentes retiran sus depósitos de los bancos riesgosos y modifican sus carteras en busca de dinero y activos seguros, como los bonos públicos. El incremento de la demanda de dinero y bonos públicos significa, para los gobiernos de los países desarrollados, una mayor oferta de financiamiento a un costo menor. En este contexto, la política fiscal expansiva puede intentar compensar la contracción del gasto privado y así revertir o aliviar las presiones recesivas sobre la economía.

12. Para una presentación más exhaustiva, v. Michael Woodford: *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton, 2003.

En EEUU, esta fuga hacia activos de mayor calidad ha conllevado un aumento de la demanda de bonos del Tesoro, cuyas tasas de interés se redujeron al mínimo. Como el gobierno emite bonos de deuda en su propia moneda, la probabilidad de *default* de estos activos es muy baja. Los riesgos son otros. El titular de bonos puede temer que el valor del activo se devalúe rápidamente si percibe que la deuda pública adopta un curso insostenible. Otro motivo de preocupación puede ser que la excesiva expansión fiscal termine por acelerar la inflación y, en consecuencia, reduzca el valor real de los bonos. Hasta el momento, sin embargo, ninguna de estas preocupaciones parece estar afectando la percepción de la gente, ya que los bonos del Tesoro continúan funcionando como un refugio¹³.

La situación es similar en Europa y Japón. En la eurozona, el panorama es, en cierto modo, más complejo, ya que se percibe que las deudas públicas de algunos países podrían estar siguiendo un curso insostenible. Los bonos públicos italianos y griegos, por ejemplo, tienen un valor significativamente menor que los alemanes. No obstante, cuesta imaginar que la Unión Europea, a riesgo de su propia disolución, adopte una actitud pasiva y permita que Italia o Grecia se declaren en *default* o decidan una reestructuración unilateral. En estos países, aunque los grados de libertad de la política fiscal son sin dudas inferiores a los de Alemania, siguen siendo mucho más altos que en la mayoría de los países en desarrollo.

Consideremos ahora los efectos sobre la balanza de pagos. En los países desarrollados, las repercusiones internacionales a través de la contracción del comercio afectan a las importaciones y a las exportaciones de un modo más o menos simétrico. No se observa una clara diferencia en la forma en que los volúmenes y los precios de las importaciones y las exportaciones se ven afectados por la contracción del comercio internacional. Por lo tanto, una crisis global no tiende a generar o a acentuar ningún problema en la cuenta corriente. Por otra parte, no hay salida de capital y, en el caso de las crisis globales, los ingresos de capital son aún más probables, ya que sus monedas funcionan como un refugio de valor internacional.

En síntesis, las crisis financieras en los países desarrollados suelen inducir una mayor demanda de dinero y bonos públicos, lo que facilita el financiamiento de políticas fiscales expansivas. Asimismo, las crisis financieras no

13. Michael P. Dooley, M. David Folkerts-Landau y Peter M. Garber: «Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System», *Deutsche Bank Special Report*, febrero de 2009.

se traducen en problemas en la balanza de pagos, ni a través de la cuenta corriente ni a través de la cuenta de capital.

Los efectos de las crisis financieras en países en desarrollo son definitivamente más complejos. En estos países, las crisis derivan también en la pérdida de riqueza, la contracción del crédito y la disminución de la demanda agregada, con efectos recesivos en la producción y el

empleo. Sin embargo, al contrario de lo que ocurre en los países desarrollados, en general la desintermediación financiera genera una disminución de la demanda de moneda local y bonos públicos. En tanto los agentes escapan de los activos riesgosos, el comportamiento es similar al que se observa en las crisis financieras de países desarrollados. El contraste reside en que, en los países en desarrollo, el conjunto de activos riesgosos comprende los bonos públicos y las deudas corporativas internas, todo ello sujeto al riesgo país. La fuga a la calidad se canaliza entonces a la demanda de dinero y bonos públicos de los países desarrollados. En las economías emergentes, las crisis financieras generan salidas de capital.

La contracción del comercio internacional también produce un deterioro de la cuenta corriente. En la mayoría de los países en desarrollo, una proporción significativa de las importaciones corresponde a productos manufacturados, mientras que las exportaciones cuentan con un componente relativamente más elevado de productos básicos o *commodities*. Dado que la elasticidad de precios de estos productos supera la de los productos manufacturados, la contracción del comercio internacional genera un efecto adverso sobre los balances comerciales. La combinación de salidas de capital y deterioro de la cuenta corriente conduce a la depreciación de la moneda local y alienta las expectativas de devaluación. Esta última provoca, a su vez, una reducción aún mayor de la demanda de moneda local y, por ende, más salida de capital.

La modificación de la cartera de los agentes nacionales y externos en contra de los activos locales reduce la oferta de financiamiento para los gobiernos. La consecuente elevación del costo de financiamiento, sumada a la reducción de

Las crisis financieras en los países desarrollados suelen inducir una mayor demanda de dinero y bonos públicos, lo que facilita el financiamiento de políticas fiscales expansivas. No se traducen en problemas en la balanza de pagos, ni a través de la cuenta corriente ni a través de la cuenta de capital ■

los ingresos fiscales a causa de las tendencias recesivas (producto del proceso de desintermediación financiera y el ajuste de la balanza de pagos), obliga a las autoridades a recortar el gasto público. La consecuencia es exactamente opuesta a la que se registra en los países desarrollados: frente a la recesión, los gobiernos de los países en desarrollo se ven forzados a aplicar políticas fiscales contractivas y a aumentar las tasas de interés. Por otra parte, esta es habitualmente la condicionalidad que exige el Fondo Monetario Internacional (FMI) en sus programas de asistencia financiera. Los países que acceden a ejecutar programas fiscales de austeridad y a aumentar las tasas de interés, acentuando en consecuencia las tendencias recesivas, no suelen hacerlo por sesgo ideológico. Lo más probable es que los gobiernos, al menos en lo que respecta a su propia conveniencia, vean el *default* en la deuda pública y externa como un resultado peor que la recesión, por lo que deciden implementar políticas monetarias y fiscales contractivas.

En resumen, las crisis financieras añaden dos efectos adicionales a los que típicamente se observan en los países desarrollados. En primer término, un deterioro de la balanza de pagos como resultado del deterioro de la cuenta corriente y la cuenta de capital. En segundo término, una reducción de los ingresos fiscales y un incremento del costo de financiamiento que inducen el desequilibrio fiscal. El mecanismo de ajuste necesario para equilibrar en simultáneo las cuentas públicas y las externas varía según las circunstancias específicas de cada país, pero en términos generales implica siempre alguna

Las respuestas a las crisis financieras en los países en desarrollo suelen sumar impulsos contractivos a las tendencias recesivas en la producción y el empleo ■

combinación de la devaluación del tipo de cambio, el aumento de la tasa de interés y una política fiscal contractiva. Así, las respuestas a las crisis financieras en los países en desarrollo suelen sumar impulsos contractivos a las tendencias recesivas en la producción y el empleo. En las economías más frágiles, la crisis financiera puede desembocar fácilmente en una crisis de la balanza de pagos y en el *default* de la deuda

pública. En los casos de países más sólidos, genera una mayor fragilidad de la balanza fiscal y externa y alimenta la recesión.

Como se señaló antes, tradicionalmente el FMI ha promovido programas de ajuste que se basan en políticas monetarias y fiscales restrictivas. Sin embargo, en el último tiempo hubo señales de cambio. Las condicionalidades de los programas de asistencia financiera suscriptos desde el estallido de la crisis

son menos restrictivas y más específicas que en el pasado¹⁴. El organismo ha promovido también políticas fiscales expansivas para los países desarrollados y en desarrollo con el propósito de contrarrestar las tendencias recesivas¹⁵. No obstante este cambio positivo en el modo de responder a la crisis, el FMI presta escasa atención a los problemas de los países en desarrollo para financiar esas políticas.

La tensión entre la necesidad de políticas monetarias y fiscales expansivas, por un lado, y la escasez y el elevado costo del financiamiento disponible para satisfacer las deudas pública y externa, por otro, existe no solo en las economías más afectadas por la crisis global, sino en casi todos los países en desarrollo. A este respecto, el FMI se encuentra atrapado en una contradicción: por una parte, reafirma la necesidad de políticas monetarias y fiscales expansivas a fin de mitigar las tendencias recesivas de la economía mundial; por otra, y aunque con más moderación que en el pasado, ha solicitado políticas contractivas en los programas *stand-by*, o de derecho de giro, firmados recientemente.

Las declaraciones de las autoridades del FMI en favor de políticas fiscales expansivas son correctas, pero la naturaleza de la crisis reduce la probabilidad de que la mayoría de los países en desarrollo implementen tales políticas. La contradicción es resultado de la falta de una acción internacional coordinada, necesaria para financiar programas fiscales expansivos en muchos países en desarrollo simultáneamente. Hasta abril de 2009, el FMI se veía limitado por la cantidad de recursos disponibles y por las características de los programas de asistencia financiera existentes. En su origen, estos se diseñaron con el fin de tratar problemas de corto plazo en la balanza de pagos de un país o de un grupo reducido de países, en un contexto de normalidad en el mercado financiero internacional. Ante la recurrencia de crisis en las economías emergentes desde la década de 1990, muchos analistas señalaron que la cantidad de recursos financieros disponibles y la naturaleza de los

14. A fines de octubre de 2008, el FMI anunció el lanzamiento de una nueva línea de crédito de disponibilidad inmediata, el Servicio de Liquidez a Corto Plazo, a través de la cual proveería hasta 500% de la cuota de los países en el FMI durante tres meses, con opción de doble renovación. Su única condicionalidad era la evaluación favorable en un informe periódico confeccionado por funcionarios del FMI conforme al artículo IV. Ningún país solicitó esta línea de créditos, por lo que el 24 de marzo de 2009 se anunció su cancelación. En su reemplazo, el FMI dio a conocer la creación de una nueva línea, la Línea de Crédito Flexible. Sin embargo, desde septiembre de 2008, el FMI ha firmado programas *stand-by* o de derecho de giro con Bielorrusia, El Salvador, Georgia, Hungría, Islandia, Letonia, Paquistán, Serbia, Seychelles, Ucrania y Rumania. Se trata de algunos de los países que vienen sufriendo más intensamente los efectos de las crisis globales.

15. Olivier Blanchard, Carlo Cotarelli, Antonio Spilimbergo y Steve Symansky: «Fiscal Policy for the Crisis», *Staff Position Note*, FMI, SPN/08/01, 2008.

programas del FMI no resultaban adecuados para lidiar con esta situación en un mundo cada vez más globalizado. La crisis global actual puso de manifiesto estos problemas de manera aún más clara.

En los últimos meses, se han dado algunos pasos importantes para superar estas dificultades. Respecto de la falta de recursos financieros disponibles para el FMI, el G-20 decidió, en abril de 2009, triplicar la capacidad de concesión de préstamos mediante la disposición de 500.000 millones de dólares adicionales en recursos; también resolvió un incremento de 250.000 millones de dólares en los Derechos Especiales de Giro (DEG) disponibles. Sin embargo, el G-20 no se refirió explícitamente a la forma de asignación de los fondos. Por lo tanto, la orientación y la formulación de los nuevos programas siguen quedando a criterio del directorio del FMI.

En cuanto a los programas de asistencia financiera, pocos días después de la cumbre del G-20 el FMI anunció la revisión de sus programas. Los términos y la condicionalidad de los acuerdos de *stand-by* se simplificaron y se modificó su enfoque (por ejemplo, se les quitó peso a las condiciones relacionadas con la reforma estructural). Actualmente, es posible acceder a estos acuerdos de forma preventiva: los países pueden decidir no retirar las sumas aprobadas, sino conservar la opción de hacerlo si la situación se agrava, tanto dentro de los límites de acceso habituales como en casos de acceso excepcional. A pesar de estas innovaciones positivas, los acuerdos de *stand-by* continúan representando la principal vía de asistencia financiera a países en desarrollo afectados por la crisis, y hay que recordar que estas líneas de crédito están diseñadas para asistir a países que enfrentan problemas de corto plazo en la balanza de pagos y que tienen un sesgo contractivo.

Sin embargo, la principal innovación en cuanto a los mecanismos de crédito del FMI fue la creación de la Línea de Crédito Flexible (LCF), en reemplazo del Servicio de Liquidez a Corto Plazo¹⁶. La LCF apunta a la prevención o la solución de crisis. Los países cuentan con flexibilidad para retirar los fondos al momento de su aprobación, o bien utilizarlos con fines preventivos para

16. Este mecanismo de financiamiento se creó a fines de octubre de 2008 y se diseñó para prevenir las crisis en países que enfrentan dificultades de financiamiento a corto plazo. Su aprobación dependía únicamente de una evaluación favorable tras la consulta que se realiza habitualmente en virtud del Artículo IV, elaborada por personal del FMI. Este mecanismo proveía hasta 500% de la cuota de los países en el FMI durante tres meses, con opción de doble renovación. No obstante, dado el desprestigio asociado con el hecho de recurrir a salidas de emergencia por temor a que el mercado perciba tal acción como signo de debilidad y dada la pequeña magnitud de la potencial asistencia financiera, esta línea de crédito nunca ha sido solicitada por ningún país.

reforzar sus reservas de divisas. El directorio del FMI aprueba los acuerdos de LCF para los países que satisfacen requisitos prefijados, «incluidos sólidos fundamentos, políticas e historial de implementación de políticas». El acceso a este mecanismo de financiamiento se determina individualmente para cada caso, no se le aplica ningún tope y (si se lo desea) permite el retiro de fondos en una sola cuota y al inicio. Además, la concesión del préstamo en las LCF no depende de la implementación de políticas específicas, al contrario de lo que ocurre con los acuerdos *stand-by*. Hasta ahora, México recibió una LCF de 47.000 millones de dólares y Polonia y Colombia solicitaron asistencia preventiva por 20.500 y 10.400 millones de dólares, respectivamente; Perú podría ser el siguiente.

Tanto el incremento de la capacidad de concesión de préstamos del FMI como la revisión de los mecanismos de financiamiento son progresos. En particular, la creación de la LCF acerca al FMI al rol de acreedor de última instancia en el mercado financiero internacional. Esta iniciativa podría favorecer la protección de los países en desarrollo contra las súbitas salidas de capital disparadas por el pánico en el mercado financiero internacional. Sin embargo, ninguna de estas medidas representa una iniciativa internacional coordinada para promover la demanda agregada y reactivar la economía mundial. Para hacer lo que el FMI dice que es necesario hacer en el frente fiscal, se precisa de algo diferente: una significativa inyección de recursos para financiar paquetes de estímulos fiscales en los países en desarrollo que enfrentan restricciones financieras. Como sucede en EEUU, estos programas deben enfocarse en dos cuestiones. Los sectores más vulnerables deben ser beneficiarios directos del programa fiscal. Se debe llegar a ellos a través de programas de seguridad social, salud y educación, que no solo ayudarían a mejorar sus condiciones de vida sino que también generarían efectos multiplicadores sobre el empleo y la actividad económica. En segundo lugar, los programas fiscales deben apuntar a reforzar la infraestructura física, la protección del medio ambiente y el desarrollo tecnológico. La motivación que impulsa este segundo objetivo es que la política fiscal no solo apunte a estabilizar la economía en el corto plazo, sino también contribuir a la aceleración del crecimiento en los países en desarrollo.

Para hacer lo que el FMI dice que es necesario hacer en el frente fiscal, se precisa de algo diferente: una significativa inyección de recursos para financiar paquetes de estímulos fiscales en los países en desarrollo que enfrentan restricciones financieras ■

Estos mecanismos deben intentar evitar el financiamiento a corto plazo, y sus tasas de interés deben ser bajas. Al contrario de los programas diseñados para superar el desequilibrio a corto plazo, como los acuerdos *stand-by*, que tienden a penalizar al país que recibe la asistencia con el fin de evitar comportamientos que involucren un riesgo moral, estos programas deben promoverse de modo que los países en desarrollo los soliciten. Cabe mencionar que la utilización de fondos por parte de países en forma individual produce efectos externos positivos en los demás países miembros del FMI. Los países en desarrollo deben solicitar tasas de interés similares a las que pagan EEUU y otros países desarrollados para financiar sus propios programas fiscales.

Para ello podrían utilizarse los DEG. Desde principios de la década de 1980, el gobierno estadounidense se ha opuesto sistemáticamente al incremento de los DEG disponibles con el argumento de que podría agudizar la inflación. Semejante argumento carece de validez en la actualidad. La Reserva Federal de EEUU y otros bancos centrales de países desarrollados no dudaron en expandir masivamente la oferta de sus monedas desde el comienzo de la crisis, pues identificaron atinadamente que la amenaza no pasa por la inflación sino por la deflación. Esta situación fue tácitamente reconocida con la reciente decisión de incrementar de modo sustancial los DEG disponibles. El financiamiento de programas fiscales expansivos a través de la emisión de DEG es el equivalente internacional de los programas expansivos fiscales y monetarios que implementan actualmente muchos países desarrollados.

El FMI debería ofrecer una nueva línea de crédito a los gobiernos de los países en vías de desarrollo para financiar los programas fiscales expansivos ya descritos, que debería estar dirigida principalmente a los gobiernos y no a los bancos centrales. El mecanismo de crédito no debe estar orientado exclusivamente a reforzar las reservas de divisas o a garantizar el pago de la deuda pública, lo cual sí parece ser el objetivo de la LCF. En el contexto actual de depresión de los países en desarrollo, lo que se necesita no es tanto liquidez como fuentes de demanda agregada. Además, si los fondos se destinan a reforzar las reservas de divisas en lugar de satisfacer las necesidades financieras de los gobiernos, pueden terminar siendo utilizados para financiar salidas de capital de los privados. El uso propuesto para la emisión de DEG no excluye otros usos potenciales. Entre ellos, podría ser necesario utilizar esta nueva línea de crédito para asistir y reestructurar los sistemas financieros internos de los países en desarrollo con múltiples necesidades, como muchos países de Europa oriental.

■ Conclusiones

Sin dudas, la teoría macroeconómica se verá afectada por la crisis mundial. Existen signos de que reaparecerán algunas viejas teorías y visiones. Es positivo que los economistas rescaten conocimientos de utilidad. Partiendo de esta idea, este artículo sostiene que los economistas no deben olvidar las lecciones aprendidas durante tres décadas de diversas (y dolorosas) crisis financieras en los países en desarrollo. En este sentido, subrayamos dos lecciones importantes relacionadas con las crisis financieras: la primera es que, para prevenir las crisis en las economías emergentes, se necesita no solo la regulación de los sistemas financieros internos, sino también un conjunto consistente de políticas macroeconómicas: desde la política cambiaria hasta las políticas de administración de la balanza de pagos y de reservas de divisas. Asimismo, un sistema global de prevención de crisis debe incluir normas internacionales que ayuden a suavizar los movimientos de capital, además de instituciones y mecanismos internacionales que contribuyan a compensar las salidas de capital de los privados. La segunda lección es que las crisis financieras en los países en desarrollo tienden a deteriorar la balanza de pagos y el equilibrio fiscal; las políticas tradicionales de ajuste suelen exacerbar las tendencias recesivas en la producción y el empleo. Esto resulta contrario a lo que es necesario hacer y a lo que los gobiernos de los países desarrollados son capaces de lograr. El reciente incremento de la capacidad de concesión de préstamos del FMI, los cambios en los términos y la condicionalidad de los acuerdos *stand-by*, y la creación de la Línea de Crédito Flexible son medidas positivas para ayudar a los países en desarrollo a lidiar con la crisis actual. No obstante, son insuficientes. El FMI también debe ofrecer una línea de crédito a los gobiernos de los países en vías de desarrollo a fin de que puedan costear programas fiscales expansivos para compensar las fuerzas contractivas que afectan a sus economías.

Por último, el G-20 ha comenzado a debatir el diseño de una nueva arquitectura financiera destinada a prevenir los ciclos de auge y recesión en los mercados financieros. Es probable que los países desarrollados otorguen especial importancia a la regulación de las actividades y los mercados financieros. Los países en desarrollo deberían, por supuesto, respaldar las iniciativas en ese sentido, pero no deben dejar pasar la oportunidad de promover una agenda propia que los ayude a enfrentar los problemas aquí analizados. ☐