

# **La crisis perfecta**

Salomón Kalmanovitz

Resumen:

La crisis económica en ciernes tiene profundas raíces financieras: su magnitud se explica por la conjunción de políticas monetarias que fueron demasiado expansiva durante demasiado tiempo y de una ausencia de regulación que permitió o motivó a que bancos, operadores y deudores asumieran riesgos extremos. La crisis será larga y cuando se salga de ella, sí es que lo logra, el sistema capitalista global va a crecer menos que en la última década.

## **Introducción**

La crisis que vivimos es extrema o perfecta porque resultó de la confluencia de varios sistemas tormentosos que potenciaron sus efectos sobre la economía global. La crisis como tal tiene dos causas últimas: primero, el desmonte y falta de regulación financiera, en especial para el sistema en la sombra de los bancos de inversión, que incentivó una excesiva toma de riesgos por parte de los participantes del sistema; segundo, una emisión del dólar nunca antes vista en la historia monetaria de ese país que alimentó un enorme aumento del crédito otorgado minimizando los riesgos. Así se entregó dinero en enormes cantidades al sistema que financió el consumo y la inversión de los norteamericanos, muy por encima de su capacidad de pago bajo condiciones normales. El consumo norteamericano, así apalancado, dio lugar a su déficit en cuenta corriente de 6% del PIB y a los consecuentes superávits de China y Japón que fueron reciclados como préstamos baratos para financiar también el déficit fiscal norteamericano (entre 3 y 4% del PIB).

La globalización avanzó sustancialmente en las dos últimas décadas en los flujos comerciales y de capital. El colapso de la Unión Soviética en 1989, las reformas capitalistas en China que venían desde 1978 y los cambios en el capitalismo burocrático en la India a mitad de los ochenta, multiplicaron todos los flujos de comercio y de capital, prestándole nuevo vigor a la acumulación de capital a nivel mundial. Los aumentos de producto de México, de la China, de la India y de Vietnam, catalizados por la demanda norteamericana y la exportación de los puestos de trabajo hacia ellos, que impactó sobre todo en el norte de Estados Unidos que se desindustrializó bastante, dio lugar a una mayor inestabilidad política y a la creciente protesta de sindicatos y de poblaciones afectadas por el cambio.

Los efectos de la globalización fueron muy importantes. Según Alan Greenspan el capitalismo europeo pudo contar con cientos de miles de trabajadores capacitados de los países satélites la ex Unión Soviética. Al interior de Estados Unidos, la renovada competencia de un nuevo proletariado de unas 1.000 millones de trabajadores de Asia y México desbastó los salarios industriales de los trabajadores norteamericanos que debieron afectar el consumo obrero. En efecto, se estaba dando una redistribución del ingreso a favor de las ganancias, agudizado además por descargas de impuestos a los más ricos; sin embargo, el crecimiento del crédito apalancó un consumo muy grande de viviendas y de bienes de todas las clases sociales de los Estados Unidos que probó ser insostenible en el tiempo. Un crítico marxista, Gerard Holtman, aduce que la globalización indujo una redistribución de la renta a favor del capital, al liberar vastas

poblaciones de bajos salarios y debilitar el poder de negociación de los sindicatos en los países ricos. Se generaron así las condiciones de una crisis de subconsumo o sobreproducción, aplazada por el apalancamiento del crédito, hasta que las burbujas crediticias estallaron (citado en Skidelsky, 2009). Para Paul Krugman, el sector financiero pasaba de ocupar el 5% del PIB en 1980 a 8% en 2006, con unas primas y comisiones enormes en negocios que perjudicaron finalmente a sus clientes (Krugman, 2008), explicando en más detalle el cambio en la distribución de la renta nacional.

Mientras la política de aflojar la regulación fue promovida por el conservadurismo que llevaba más de treinta años de hegemonía política en Inglaterra y Estados Unidos, las políticas monetarias ultra-laxas surgieron de un práctico de Wall Street, Alan Greenspan, quien alcanzó a ejercer en la presidencia de la Reserva Federal por 18 años. Milton Friedman, el padre de la ortodoxia monetaria, abrazó entusiasta el libertinaje de los mercados pero criticó duramente que se abandonara el control de los agregados monetarios para frenar la inflación, aunque no se hubiera producido alzas protuberantes de precios en el Índice de Precios al Consumidor pero sí – y ¡de qué manera! – en los precios de los activos. Las importaciones baratas de la China y del Asia, entre tanto, contribuían a que no se disparara la inflación en los Estados Unidos y en el mundo por el doble efecto sobre la baja de los precios de los bienes finales de consumo y sobre todo presionar hacia abajo los salarios industriales.

Greenspan enfrentó tres burbujas que iban surgiendo con las novedades en los mercados, primero con las acciones tecnológicas en 1987, después frente a la crisis de los valores de las llamadas economías emergentes, originada en Asia en 1997, que en Estados Unidos hizo caer a la firma de Wall Street que se estaba inventando los nuevos instrumentos financieros, Long Term Capital, llamados derivados; por último, la burbuja de la finca raíz, la más letal de todas que estalló dolorosamente a mediados de 2007.

Las primeras dos burbujas fueron conjuradas con disminuciones de las tasas de interés de referencia de la FED y fuertes emisiones del dólar. Los auges que se desataron con tanto dinero barato hicieron pensar a los economistas que se abría una nueva fase donde los excesos de demanda no generaban inflación, gracias a la globalización comercial, que había permitido que el producto potencial de la economía expandiera su frontera. Las bajas tasas de interés se mantuvieron demasiado tiempo hasta cuando comenzó a hacerse evidente una inflación global de materias primas, de petróleo en particular, que se transmitía al Índice de Precios al Consumidor. Pero los excesos monetarios concentrados por el sector financiero si estaban causando obviamente y desde mucho antes una inflación de activos, que más consecuencias negativas tendría para la economía mientras más se demorara la autoridad monetaria en reventarlas.

La tercera burbuja fue imparable porque se estaban acumulando todos los vientos sembrados durante tres décadas de irresponsabilidad financiera que derivó en una crisis crediticia y bancaria, una bomba atómica financiera, que cada día deja más damnificados en el camino; la política monetaria se enfrenta a la llamada “trampa de liquidez” que definió Keynes en su momento, cuando la política monetaria pierde efectividad pues no importa que tan bajas sean las tasas de interés del banco central, los bancos van perdiendo capital, por lo cual no pueden prestar y tampoco quieren prestar porque los deudores entran en moratoria de sus pagos. Ben Bernanke, el

presidente de la Reserva Federal, insiste en la emisión primaria y ha asumido buena parte del balance envenenado de bancos y banca de inversión, cambiando títulos hipotecarios o deuda comercial, que no valen nada, por efectivo, buscando restaurar las condiciones en las que el sector financiero vuelva a prestar dinero.

Como se puede apreciar, estamos frente a una dislocación monumental de las bases mismas del capitalismo contemporáneo que se llenó de confianza con el colapso en 1989 de la Unión Soviética y con ella del socialismo que realmente existió. De alguna manera, el sistema así vigorizado optó por arrojarse por la borda de la acumulación financiera, en un ejercicio de autodestrucción facilitado por sus autoridades monetarias. Este ensayo busca entender los cambios en el sistema financiero y en los fundamentos macroeconómicos que llevaron a este resultado. El ensayo consta de la introducción que acaba de leer, una sección sobre los fundamentos del mercado financiero que fueron profundamente desajustados por el auge especulativo, una tercera sección sobre las bases macroeconómicas de la crisis y una última derivará algunas conclusiones.

### **Los fundamentos del mercado financiero**

Los operadores financieros están convencidos de que pueden calcular el riesgo implícito en el valor de los activos que transan. Skidelsky, biógrafo de Lord Keynes, muestra como este había probado que en algunos mercados la incertidumbre no podía ser cuantificada y especialmente en momentos de crisis los precios de los activos parecían no tener fundamento, ante lo cual la confianza de los agentes se derrumbaba; en tal momento, los participantes en los mercados se fugaban hacia el efectivo. La desconfianza se extendió con la farsa de las calificadoras de riesgo que le daban notas de Triple AAA a titularizaciones de hipotecas tóxicas, sin entender las fórmulas matemáticas en que venían empaquetadas. Una vez demostrado que los activos contenían riesgos no percibidos, colapsaba la confianza y aparecía el estrangulamiento del crédito y la destrucción de capital bancario que volvía a contraer la cantidad de crédito disponible. Colapsaba incluso el crédito interbancario, regulado por los bancos centrales del mundo. Después venía el espectáculo triste de los agentes aferrándose al dinero como almacén de valor o a los títulos del tesoro norteamericano.

Se dice que los fundamentos de los activos dependen de sus dividendos o rentabilidad y de su oferta y demanda. Pero es precisamente la última la que puede desquiciar el precio del activo de su fundamento, algo que puede proseguir indefinidamente en tanto los participantes del mercado comparten la euforia o el pesimismo sobre el futuro del activo. Eso se ha manifestado no sólo en los precios de la vivienda que se disparaban al ritmo de su generoso financiamiento sino también, en cierto momento, cuando se creyó firmemente que el depósito de valor estaba en el petróleo y en otras materias primas. Cuando los locos operadores financieros corrían hacia un mercado después que desfallecía el primero y se quebraba también la tendencia del precio de las “commodities” a subir indefinidamente, remataban sus papeles apresuradamente sin lograr impedir sucumbir bajo la confusión.

Existe también el argumento de que los mercados tienden a alejarse de los equilibrios cuando entran en un terreno desconocido pero promisorio, como ha sucedido con los grandes cambios tecnológicos, en medios de transporte o en nuevas energías. En estas circunstancias, los agentes están convencidos que hay grandes tesoros enterrados y

que sus inversiones podrán capitalizarlos, llevando a una puja muy fuerte sobre el valor de los activos promisorios que termina con una destorcida cuando se descubre que los rendimientos no eran comparables con el valor adscrito por el mercado.

La teoría económica neoclásica llevada al paroxismo racionalista tiene como supuesto central que todos los mercados, incluyendo el financiero, tienden hacia el equilibrio y que “desviaciones del equilibrio ocurren de manera aleatoria o son causadas por un evento externo súbito al cual los mercados se ajustan difícilmente” (Soros, 2008). Sin embargo, la crisis que nos ocupa fue causada por el propio funcionamiento del sistema y no por ningún evento externo. El ciclo económico subyacente fue profundamente perturbado por las políticas económicas. La creencia en la auto regulación de los mercados sustenta también su rechazo porque, según ella, no la requiere para obtener sus equilibrios óptimos.

Soros propone una explicación distinta para entender el funcionamiento de los mercados financieros: “primero, los mercados financieros no reflejan las condiciones imperantes de manera exacta, pues proveen un cuadro que siempre está sesgado o distorsionado...; segundo, las visiones distorsionadas de los agentes del mercado, expresadas en los precios de mercado, pueden bajo ciertas circunstancias afectar los fundamentos que los mismos precios de mercado supuestamente reflejan. Esta conexión circular de doble vía entre precios de mercados y la realidad subyacente la llamo reflectividad”.

Esta conexión doble está presente todo el tiempo en los mercados pero sólo bajo ciertas condiciones puede estallar como crisis financiera. A veces los mercados alcanzan a corregirse a tiempo, pero también sucede que una percepción errada o una interpretación sesgada se abre camino para reforzar una tendencia que está presente en la realidad y de esta manera se mantiene indefinidamente. El proceso se auto refuerza y puede llevar a los mercados a un territorio bien lejano al equilibrio que eventualmente se torna insostenible y entra en reversa, causando un movimiento fuertemente contractivo de la economía. Keynes lo había sostenido mucho antes en su tesis doctoral que llamó *Tratado de la probabilidad*, al afirmar que muchos riesgos no eran conocidos ni cuantificables. En su *Teoría General* concluyó que el sistema podía quedar en una posición macroeconómica desequilibrada de manera permanente, donde el ahorro superaba ampliamente la inversión. Sólo podía salir de esta posición con una política fiscal expansionista que lograra utilizar los recursos ociosos legados por una crisis y restaurar los equilibrios perdidos.

Sigo citando a Soros: “En la medida en que los precios de los activos se elevan, las mismas garantías puede apuntalar una mayor cantidad de crédito. Los mayores precios (de los activos) tienden a generar optimismo e incentivan un mayor uso de apalancamiento para financiar nuevas inversiones. En la cima del auge tanto el valor de las garantías y el grado de apalancamiento llegan a su nivel máximo. Cuando la tendencia de los precios se invierte, los participantes son vulnerables a que no les refinancien sus deudas, lo que los obliga a liquidar las garantías, conduciendo a una catastrófica aceleración cuesta abajo”.

Es por esta razón que los mercados financieros deben ser regulados de distinta manera: los bancos deben contar con capital suficiente y el crédito que concedan deben ser una proporción normalizada de su capital y no deben utilizar los depósitos

para invertir en aventuras; se les debe prohibir apalancarse con créditos de corto plazo, en particular en los mercados inmobiliario y de los derivados, que ha sido una de las causas fundamentales del desastre financiero; los clientes deben responder con suficientes garantías por sus deudas; todos los bancos, incluyendo los que hacen corretaje, deben cubrir sus riesgos con un seguro de depósito que garantice un fondo suficiente para encarar corridas de sus clientes o pérdida en el valor de los activos que poseen; los mercados de derivados más especulativos, apalancados en el “carry trade” entre países deben ser proscritos. Lo que está surgiendo como práctica en los Estados Unidos con la crisis en curso es la liquidación del sistema financiero a la sombra pues todos los bancos de inversión tienden a convertirse en bancos sometidos a las reglas de la Reserva Federal para poder sobrevivir.

Advierte Soros que los reguladores también van a ser víctimas de la reflectividad pues no sólo perciben la realidad al igual que los participantes del mercado sino que son burócratas sometidos a presiones políticas, como para no darle tanta cuerda a los intervencionistas que conciben un mundo estrechamente vigilado por el Estado. De hecho, Skidelsky señala como la corrupción en las fases de intervención del Estado en tiempo de la estanflación de los años 70 y la rebeldía de los sindicatos contra las políticas de precios y salarios dio lugar a una fuerte reacción que alimentó el retorno de la derecha al poder en Inglaterra y a Estados Unidos. La nueva intervención debe cuidarse entonces del riesgo moral, de los capturadores de rentas públicas, del oportunismo y de los grandes subsidios concedidos a gremios de la producción, públicos y privados, y sindicatos que alimentaron la conducta corrupta que desprestigió al liberalismo social.

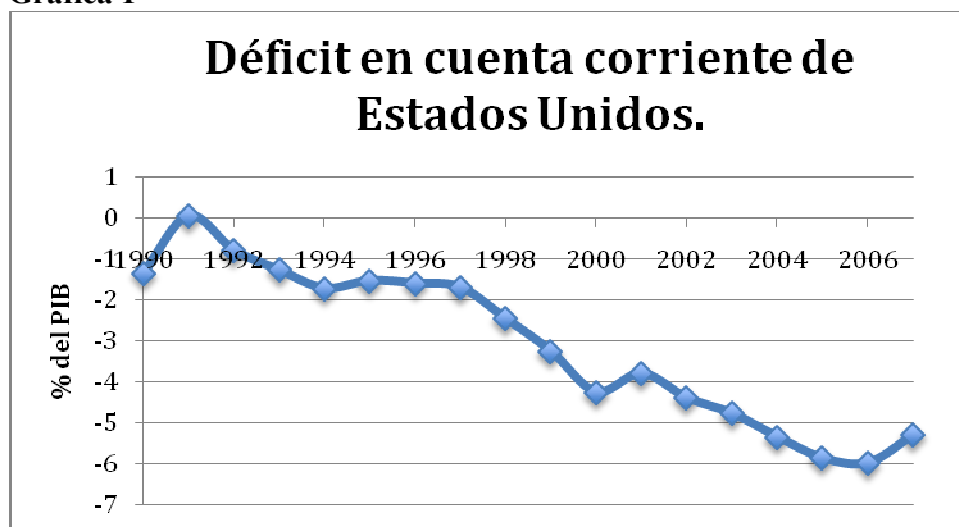
### **Las condiciones macroeconómicas de la crisis**

En las épocas expansivas del capitalismo nuevas regiones y áreas de influencia se suman a los flujos comerciales, de capitales y de personas. Aumentan los precios de las materias primas, mientras se abarata el transporte y los bienes manufacturados. Aumenta la renta del suelo en la periferia y se deteriora en los países centrales. Se desatan procesos de industrialización en las periferias y aumenta la migración. Cada uno de ellos crea nuevas contradicciones entre nuevos y viejas capas empresariales, y donde los sindicatos entienden la inmigración o el libre comercio como competencia desleal en el mercado de trabajo, pero cada una de estas épocas está caracterizada por el desarrollo de nuevas fuerzas productivas y avances sustanciales del empleo y del producto (O'Rourke, Williamson, 2000).

En la última fase de globalización que se abre con los acuerdos de Bretton Woods de 1944, liderados por Keynes que estabilizan las tasas de cambio y organizan un prestamista de última instancia internacional (el tan odiado FMI), los flujos comerciales y de capital se multiplican pero los flujos de personas son contenidos. El comercio se amplía entre Estados Unidos y la Europa y Japón en reconstrucción, más adelante con Asia del este y Corea que actúan de barreras contra China comunista. América Latina se encierra en sus fronteras nacionales y sólo reacciona al final de los sesenta con la promoción de exportaciones y con la integración de los países andinos y eventualmente el Mercosur. China toma nota del éxito de los dragones asiáticos y hace reformas de mercado que tienen un gran impacto sobre su crecimiento de largo plazo, primero en su sector agrícola y más tarde en sus exportaciones manufacturadas que se sofistican cada vez más. Aunque los trabajadores se mueven poco entre países,

el capital se desplaza rápidamente entre las fronteras, multiplica el empleo en las nuevas periferias y lo reduce en los países centrales.

**Gráfica 1**



Fuente: Bureau of Economic Analysis

La globalización se intensificó: aumentó el comercio de Asia hacia Estados Unidos y el capital norteamericano fue a construir fábricas en China, India y Vietnam. Estos países estaban obteniendo grandes sobranes comerciales que invertían en papeles norteamericanos para pegar su tasa de cambio a un nivel que propiciara el aumento de sus exportaciones; buscaban además garantías contra la depreciación de su tasa de cambio, que podía tener consecuencias desastrosas para los gobiernos y empresas endeudadas en dólares, como lo reveló la crisis asiática de 1997 y que en la América Latina también experimentamos en 1998-2000.

El déficit en cuenta corriente norteamericano alcanzó el 6% en 2005 y 2006 y en algo se reduce en 2008 por la devaluación del dólar (Gráfica 1). Para el empleo manufacturero norteamericano la ecuación externa fue muy problemática a pesar de que las exportaciones de Estados Unidos al resto del mundo también aumentaron, en especial en manufacturas de alta tecnología, pero menos que las importaciones: en total, se perdieron 3.745.000 empleos solamente entre el año 2000 y el 2008, de un total de 12 millones de empleos industriales (CBO, 2008). De esta manera, los empresarios norteamericanos exportaron en este breve lapso más de un tercio de los empleos manufactureros a China, México y otros países. En el mismo lapso aumentó el empleo en servicios que mantuvo la tasa de desempleo bordeando el 4% de la fuerza de trabajo, pero hubo muchos trabajadores calificados forzados a migrar a otras regiones, a aceptar puestos mal remunerados en los servicios o simplemente se quedaron en el subempleo. Esto llevó a un enorme descontento en los corredores industriales del norte de Estados Unidos y del más recientemente industrializado sur del país, que se manifestó en la fuerte preferencia por el candidato demócrata Barak Obama en las elecciones del 2008, aún en estados donde los republicanos habían mantenido una larga hegemonía.

Según Reinhart y Rogoff (2008), más de un billón de dólares (trillón anglosajón) fue canalizado al mercado de hipotecas subóptimas (40% del total de las hipotecas) que incluía a los deudores más pobres y que menos garantías ofrecían dentro de los

Estados Unidos”, algo que, según ellos, lo hacía similar (¿) a los petrodólares que recicló el sistema financiero norteamericano con destino a los países latinoamericanos para estallar en la crisis de los ochenta. Muchos eran negros y latinos que por fin accedían a la vivienda propia para encontrarse con que no podían servir sus engañosas deudas y eran lanzados a la calle.

El posterior desarrollo de la crisis y estallido de la monumental burbuja hipotecaria estuvo acompañada por varios factores claves: “la economía estaba viviendo en un ambiente de bajas tasas de interés, determinadas al mismo tiempo por una gran entrada de capital, especialmente desde países asiáticos, y por la Reserva Federal que había adoptado una política laxa... al mismo tiempo, el sistema bancario se transformó profundamente de un modelo basado en bancos que prestan dinero hasta que los préstamos son cancelados, a otro de “originar y distribuir”, en el cual los préstamos son conjugados, empacados y revendidos por medio de su conversión en derivados” (Brunnermeier, 2008).

Lo anterior fue posible, primero que todo, por el fuerte desarrollo de un sector financiero a la sombra, constituidos por los llamados bancos de inversión como Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers y otros, que no estaban regulados por la Reserva Federal y, por lo tanto, no contaban con salvaguardas en caso de desastre. Estas entidades transformaron la forma de especular con portafolios que le administraban a grandes clientes y que diversificaban en bonos, acciones y derivados cada vez más complejos y menos entendidos. Al lado de ellos, las firmas calificadoras de riesgo que recibían comisiones por sus conceptos de los mismos evaluados – el más claro caso de riesgo moral conocido en la economía - generaba una confianza que no estaba basada en la realidad y que inducía a más clientes a tomar unos riesgos que eran desconocidos o subvalorados. Por último, se dio un relajamiento considerable de las regulaciones que limitaban las opciones de los bancos para negociar con papeles financieros, ya fueran acciones, bonos y sobre todo paquetes de derivados. En efecto, en 1999 fue derogada la ley Glass-Steagall que impedía las operaciones del orden nacional y les prohibía negociar con activos financieros.

Alan Greenspan justificó este movimiento como requerido para prestarle flexibilidad a los negocios financieros y adaptabilidad a los nuevos tiempos. Según Greenspan, las regulaciones aprobadas en tiempos de crisis requerían de ajustes finos subsecuentes, como los que proponía a las que siguieron al derrumbe de Enron para que las corporaciones exhibieran más transparencia; sugería que varios reguladores eran mejor que uno sólo, en tanto este se volvía adverso al riesgo y que varios se hacían balance mutuo, aunque podían perder eficiencia y prontitud como se reveló en el estallido de la burbuja inmobiliaria; por último advertía que las regulaciones sobreviven a su utilidad y deben ser revisadas periódicamente (Greenspan, 2007, 374 y 375). Más recientemente, el expresidente de la Reserva Federal tuvo que admitir que había precipitado un gran siniestro económico, que “el manejo monetario había sido equivocado” y que “todo el edificio intelectual” en que se basaban esas políticas había colapsado en el verano de 2007 (citado por Skidelsky, 2009).

En efecto, el manejo monetario había contribuido a formar las burbujas que proliferaron desde los años ochenta del siglo pasado. No es casual que el libro de Greenspan se titule *La era de la turbulencia* y en él se haga la justificación de que las

burbujas era mejor no reventarlas porque habría sido inútil hacerlo mediante movimientos suaves de la tasa de interés. Era mejor olvidarse de las burbujas y “centrarse en obtener la meta de estabilización de los precios del producto y de los servicios” (Greenspan, 2007, 201). Antes de eso, había expresado que la burbuja de las acciones tecnológicas era fruto de la “exuberancia irracional” sin pasar a mayores, pero lo que sí hizo siempre fue entregar liquidez excesiva con cada caída profunda del mercado bursátil. Mucha liquidez y escasa regulación fueron los ingredientes que hicieron estallar la madre de todas las crisis a mediados de 2007.

La escasa regulación indujo a muchas de las entidades financieras a recurrir al financiamiento de corto plazo para hacer inversiones en estos paquetes, haciéndose vulnerables en caso de pérdidas en sus valores pues tenían que venderlos a precios de quema para repagar los créditos. La transición condujo a un deterioro de la calidad de la cartera, en la medida en que los bancos de inversión y el resto de bancos trasladaban el riesgo crediticio a los compradores de los derivados. El flujo de capital extranjero también optó por adquirir activos tóxicos pero muy rentables, razón por la cual la crisis se contagió de manera rápida a Asia y Europa.

La política monetaria laxa, los flujos de capital hacia Estados Unidos y el enorme apalancamiento del crédito llevaron a una ampliación muy significativa de su consumo y de su inversión. El ahorro personal se tornó en consecuencia muy pequeño, alrededor de 1% del PIB, siendo ampliamente compensado con ahorro externo. La cartera alcanzó a ser el 300% del PIB<sup>1</sup> y la de consumo, autos e hipotecas 200% del ingreso de los hogares antes que se desatara la crisis financiera a mediados de 2007.

Según Nouriel Roubini (2008),

“la crisis global fue activada por el colapso de la burbuja inmobiliaria, pero no fue causada por esta. Los excesos de crédito se dieron también en hipotecas de viviendas, hipotecas comerciales, tarjetas de crédito, préstamos para adquirir autos y préstamos estudiantiles. También se dieron excesos en los productos titularizados que transformaron estas deudas en derivados financieros tóxicos. Hubo además préstamos arriesgados de los gobiernos locales y en el financiamiento de compras apalancadas con créditos que nunca debieron haber sido concedidos; se emitieron bonos corporativos que enfrentarían masivas pérdidas con el auge de los desfalcos y, por último, se expandió exponencialmente el mercado peligroso y nunca regulado de los seguros contra cesación de pagos de créditos vigentes.”<sup>2</sup>

Lo anterior significa que el auge de la economía norteamericana, de las economías del Asia y de las materias primas había sido fomentado por políticas expansivas que habían apartado el ciclo de las realidades económicas subyacentes; se trataba de un crecimiento insostenible apalancado en la emisión primaria y en el crédito. Ahora se ha desatado un vicioso proceso de contracción económica, reducción de los precios de

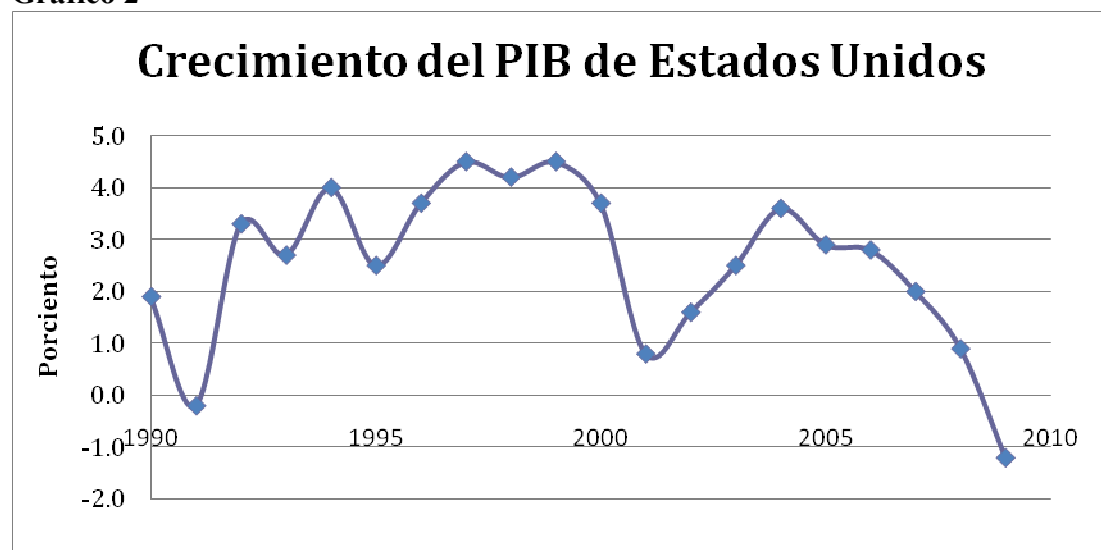
---

<sup>1</sup> En contraste, en Colombia la cartera no alcanza al 45% del PIB. A veces es mejor la llanura de los mercados que su excesiva profundidad.

las materias primas y las condiciones financieras empeoran día a día. Esta es la razón fundamental por la cual los economistas pensamos que la crisis será profunda y larga.

Una vez reparado el sistema financiero y superada la baja de los precios de la vivienda, que puede tomar todo el 2009, las nuevas condiciones exigirán un nivel de endeudamiento más moderado que el alcanzado durante la euforia de préstamos que parecían regalos del señor. Un sistema financiero mejor regulado deberá reducir la exposición al riesgo y, por lo tanto, se tendrá que reducir la cantidad de crédito en relación con el capital de los bancos y con la capacidad de pago de sus clientes o con el valor de los activos que se transan. Y eso significa que el nivel de actividad interno y el de las importaciones será inferior durante varios años al alcanzado a mediados de 2007.

**Gráfico 2**



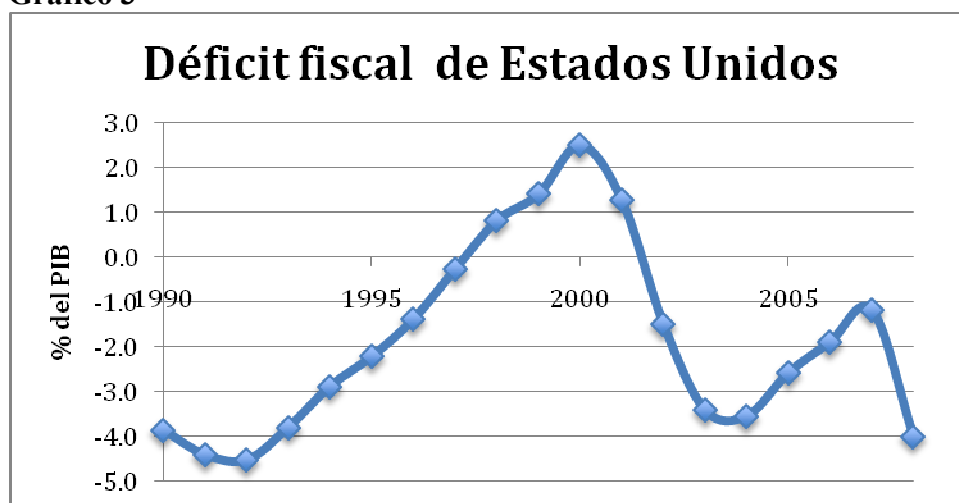
Fuente: Bureau of Economic Analysis. 2008 y 2009 es proyectado según *The Economist*.

Al hacer el balance de estos locos años, como los llamara Joseph Stiglitz, el crecimiento económico de Estados Unidos alcanza promedios del 3.5% anual (Gráfica 2), cuando economías maduras como las europeas crecen al 2% anual. Pero uno debe preguntarse si tiene razón de ser un crecimiento que enmiseró a su población, la endeuda por encima de sus capacidades y si es apropiado apalancar ese crecimiento con crédito impagable. Así mismo, las políticas monetarias laxas contribuyeron a evitar dos crisis financieras pero, terminaron incubando la mayor de todas las crisis en 80 años. Según una proyección de *The Economist* (2008) la contracción del PIB norteamericano en diciembre de 2008 fue de un 6% anualizado.

Para algunas regiones en desarrollo el crecimiento fue mucho mayor: el de la China fue de 12% durante 30 años y el de la India del 8% durante 20 años; la América Latina alcanzó a crecer al 6% promedio entre 1992 y 1997, cayó en la crisis de la estampida de capital originada en Asia en 1998 para recuperarse entre 2002 y 2008 cuando volvió a crecer a tasas similares. Quizás tenga más justificación el crecimiento económico de la periferia, en tanto el del centro es un frenesí que termina en la infelicidad colectiva.

Es notoria la política fiscal de la administración Clinton que creó un superávit fiscal a partir del enorme déficit legado por los gobiernos de Bush padre (Gráfica 3). Esta política desafió los principios keynesianos al no hacer gasto contracíclico frente a la recesión de 1991, pero que facilitó un auge privado sin precedentes al prácticamente eliminar la emisión de deuda pública, reduciendo las tasas de interés de largo plazo<sup>3</sup> y entregando un gran espacio a la inversión privada. Fue, sin embargo, una política costosa en términos sociales y de infraestructura: debió descuidar el gasto en educación y salud y permitió el deterioro de autopistas, ferrocarriles, aeropuertos y puentes, algo que los dos gobiernos subsecuentes de Bush hijo hizo empeorar. El superávit de los demócratas del año 2001 fue dilapidado por los republicanos, devolviéndoles impuestos a los ricos y propiciando dos guerras costosas que retornaron el déficit al 4% del PIB y que fuera disminuido gracias al auge económico que antecedió la gran crisis. El déficit observado para 2008 es preliminar pero da idea de los grandes esfuerzos para salvar al sector financiero y a partes de la industria más afectada por la recesión y la competencia externa, como la automotriz.

**Gráfico 3**



Fuente: Congressional Budget Office. No incluye la seguridad social. 2008 es proyectado.

Las medidas tomadas por la Reserva Federal han sido muy expansivas: extendió sus préstamos a lo que quedaba del sistema bancario a la sombra, después de haber permitido la quiebra de Lehman Brothers que sacudió a fondo el mercado bursátil, restituyó la liquidez en el mercado interbancario internacional y ha estado recibiendo papel comercial y otros activos desvalorizados contra sus suministros de efectivo. La FED ha extendido facilidades de liquidez para gobiernos que puedan poner en peligro la solvencia internacional. La base monetaria aumentó más de 200% entre diciembre de 2007 al mismo mes de 2008. Los préstamos concedidos alcanzaron 674.500 millones de dólares, 4.9% del PIB de 2007, cuando un año antes eran prácticamente inexistentes.<sup>4</sup> Ambos factores inciden en presionar por la devaluación del dólar, aunque la huida hacia los activos seguros hacen que la divisa norteamericana sea demandada para invertir en títulos del tesoro.

<sup>3</sup> Las tasas de interés de largo plazo se forman sobre las expectativas de inflación y de endeudamiento público a 10 o más años y son significativas para la inversión de las empresas y de los hogares.

<sup>4</sup> Ver el sitio WEB de la Reserva Federal, <http://www.federalreserve.gov/releases/h3/Current/>

El gobierno, entre tanto, cuenta con el llamado Troubled Assets Relief Program (TARP) de US\$700.000 millones, 5.1% del PIB, distribuidos en dos tramos iguales de 350.000 millones, para fortalecer y rescatar los bancos, pretendiendo que no los está nacionalizando cuando entra a fortalecer su capital, disminuido por las malas inversiones y las cesaciones de pago de tantos de sus clientes. Es la ideología anti-estatista que ha dominado la escena política norteamericana desde los tiempos de Ronald Reagan y que conviene tanto a los dueños de los bancos que no han perdido la propiedad y control de los mismos, a pesar de haber corrido riesgos enormes que les merecen el castigo del mercado.

La deuda pública había alcanzado el 70% del PIB y el plan de salvamento de Bush la llevará a 75% del mismo. Esa no es una cifra excesiva para los patrones europeos y da margen a la entrante administración de Barak Obama de llevar la deuda pública a niveles del 80 al 85% del PIB, sin causar una fuga de capitales que es lo que sucede en los países pobres cuando se advierte que su solvencia está en peligro. No obstante, el riesgo está ahí. El día que suceda – que los chinos y japoneses le den su espalda al dólar - colapsará irremediamente el capitalismo global y será difícil que se recupere. Para evitar la pérdida de confianza en el dólar será necesario que aumenten los impuestos en los Estados Unidos hacia futuro para servir la deuda, después de que varias administraciones ultraconservadoras han reducido la tributación de los estratos altos.

La entrante administración de Barak Obama se ha comprometido con un programa fiscal de otros US\$850.000 millones en dos años, que equivale a 3.0% del PIB anual, para destinarlos a la deteriorada infraestructura física de Estados Unidos, a financiar fuentes alternativas de energía, para mejorar el nivel de la educación y fortalecer la investigación en fuentes alternativas de energía y en reducir los costos de la salud. El nuevo presidente tiene en su programa aumentar los impuestos a los grupos más afluentes que tiene buen sentido tanto económico para poder servir el notable incremento de la deuda pública que se hace necesario para un gran programa de obras públicas, como social al inducir una mayor igualdad en la distribución de la renta. Sin embargo, tiene más multiplicador el gasto en obras que la devolución de impuestos que puede ser ahorrada en parte. Así mismo, los ingresos de los ricos convertidos en impuestos tendrían un multiplicador económico más alto que el ahorro que estos tienden a hacer por la simple razón de que no pueden gastar lo que ganan y menos en tiempos recesivos (Kalecky, 1977). Sin embargo, hay señales de que la reforma tributaria que haga más justicia social va a ser pospuesta hasta que pase lo peor de la crisis, hacia 2010, para evitar divisiones políticas profundas y no aplicarla en momentos de profunda recesión económica.

### **Algunas conclusiones.**

La crisis en la que nos estamos adentrando es la mayor desde la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado. Es posible que las políticas monetarias y fiscales que están siendo desplegadas por las autoridades de las economías desarrolladas impidan que se profundice o se prolongue tanto como la de 1929, que prácticamente se disipó sólo con los gastos de guerra de los países europeos y de Estados Unidos después de 1939.

Para superar los profundos desequilibrios en que se sumió la economía norteamericana durante las dos últimas décadas, y que condujeron a esta crisis perfecta, será necesario restaurar su ahorro nacional, pasar de una posición negativa en su cuenta corriente con el resto del mundo a una por lo menos neutral y ajustar su déficit fiscal, que se volverá enorme con la política contra la crisis, pero solo una vez superada esta. Los ejercicios contra cíclicos en que están embarcados la Reserva Federal y el gobierno deben cesar una vez superada la crisis porque abusar de nuevo del dinero fácil y de déficit fiscales excesivos puede engendrar nuevas burbujas y desequilibrios mundiales.

También deberá la Reserva Federal introducir regulaciones que impidan la toma de riesgos excesivos por parte del sistema financiero tanto en sus préstamos como en los nuevos instrumentos derivados que pueda desarrollar y que deben ser medidos adecuadamente por agencias que no estén comprometidas con los intereses que califica. Algunos derivados son útiles para trasladar riesgo en el tiempo de unos agentes conservadores a otros más temerarios y no tienen por qué ser eliminados. Ciertos mercados de derivados, sin embargo, deben ser simplemente prohibidos en cuanto no se puede medir el riesgo que están tomando los agentes que participan en él. Los bancos deben volver a su oficio de prestar y el gobierno debe impedir que especulen con los dineros de sus clientes en operaciones de alto riesgo. Por último, la política monetaria debe buscar la estabilidad de no sólo de los precios al consumidor sino también de los precios de los activos, pues las burbujas bursátiles, inmobiliarias, de bienes básicos y de bonos terminan siendo las larvas que terminan devastando la economía de Estados Unidos y la del mundo.

Si Estados Unidos recupera su equilibrio externo pasada la crisis, para lo cual también requiere de una devaluación sustancial, el crecimiento de la China, de la India y de América Latina va a ser menor que en el pasado. Lo mismo se deduce del menor apalancamiento financiero para el consumo de los estadounidenses y para su inversión, pues su propio crecimiento económico será consecuentemente menor. Ello sugiere para la periferia políticas más centradas en el desarrollo del mercado interno, aunque no deben perderse las oportunidades que pueda ofrecer la economía internacional y que promovieron un crecimiento alto en el pasado.

Una política que permita elevar los salarios en los Estados Unidos – restaurando el poder de sus sindicatos - le prestará mayor estabilidad a la renta y algo más de crecimiento al consumo de sus hogares. Los vientos proteccionistas soplan con fuerza en la sociedad norteamericana, aunque sus empresarios dependen de la globalización para mantener su rentabilidad en alto, lo cual pone de presente una de las más fuertes contradicciones que enfrenta el nuevo gobierno de Barak Obama. Con un gabinete bastante clintoniano, el nuevo gobierno no parece inclinarse por una protección generalizada contra el resto del mundo ni por la búsqueda de una igualdad sustantiva en la distribución de la renta nacional.

## **Bibliografía**

Borozan, Boris. 2009 *HSBC Report*

Brunnermeier, Markus. 2008 “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08” Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, Working Paper 14612 <http://www.nber.org/papers/w14612>

Bureau of Economic Analysis. <http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>

CBO, Congressional Budget Office. 2008 “Factors Underlying the Decline in Manufacturing Employment Since 2000”, Washington.

Federal Reserve, <http://www.federalreserve.gov/releases/h3/Current/>

Greenspan, Alan. 2007 *The Age of Turbulence*, New York: The Penguin Press.

Kalecky, Michael. 1977 *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista*, México: Fondo de Cultura Económica.

Krugman, Paul. 2008 “The Madoff Economy”, *New York Times*, 19 de diciembre.

O’Rourke, Kevin, Jeffrey Williamson. 2000 *Globalization and History*, Cambridge, Mass: MIT Press, .

Reinhart, Carmen, Rogoff, Kenneth. 2008 “Is the 2007 U.S. Sub-prime Financial Crisis so Different? an International Historical Comparison”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 13761, <http://www.nber.org/papers/w13761>.

Roubini, Nouriel. 2008 “Will Banks and Financial Markets Recover in 2009”, *RGE Monitor*, 30 de diciembre.

Skidelsky, Robert. 2009 “Where Do We Go from Here?” *Prospect Magazine*, No. 154, Enero.

Stiglitz, Joseph. 2003 *Los felices 90: la semilla de la destrucción*, Bogotá: Editora Aguilar, Taurus, Alfaguara, 2003.

Soros, George. 2008 “The Crisis & What to Do About it”, *The New York Review of Books*, Volumen 55, No. 19, Diciembre 4, New York.

*The Economist*. 2008. “Diagnosing Depression”, *Economic Focus*, 30 de diciembre, Londres.