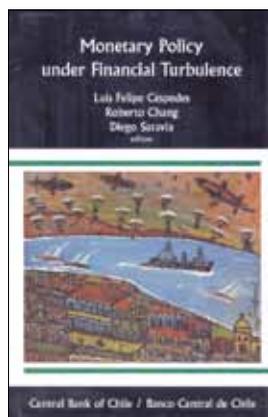


REVISIÓN DE LIBRO

COMENTARIO AL LIBRO* "MONETARY POLICY UNDER FINANCIAL TURBULENCE"

de Luis Felipe Céspedes, Roberto Chang y Diego Saravia (editores)
Banco Central de Chile, 2011

Pablo E. Guidotti**



La crisis financiera internacional que se desató a partir de la crisis en el mercado hipotecario “subprime” ha acaparado la atención de la profesión, de las autoridades de política, y de los inversionistas a nivel global durante por lo menos los últimos tres años. Especialmente desde la aceleración de eventos asociada al colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, se generó tanto temor acerca de la evolución de la economía mundial que muchos observadores vieron los potenciales efectos de la última crisis financiera internacional como una repetición de las consecuencias de la crisis financiera de 1930.

Lo cierto es que la economía mundial ya había sido sacudida por otras crisis en los años noventa y a principios de este siglo, aunque focalizadas en economías emergentes. Y por su tamaño, así como por el fenómeno de contagio en los mercados internacionales de capitales, dichas crisis en mercados emergentes habían afectado a los mercados de activos de las economías avanzadas. El efecto “fuga hacia la calidad”, por ejemplo, reflejaba la fuga de los inversores desde los activos de los mercados

emergentes hacia los bonos emitidos por el Tesoro de los EE.UU. Luego de la crisis de Rusia en 1998, estos movimientos en los mercados internacionales habían generado movimientos inusuales en el mercado de los *T-Bonds*, lo que produjo la quiebra del famoso fondo de cobertura *Long-Term Capital Management* y requirió la intervención directa de la Reserva Federal de Nueva York. Fueron precisamente situaciones como estas las que llevaron a la comunidad internacional a crear un grupo como el G20, con el objetivo de analizar los fenómenos de crisis a nivel sistémico y tomar medidas para evitarlos.

Las crisis de las economías emergentes habían sido superadas mediante una respuesta muy fuerte por parte de los organismos multilaterales y por la asistencia bilateral canalizada por los gobiernos de las principales economías avanzadas hacia las economías en problemas. En ese contexto, entonces, las economías avanzadas formaban de hecho una “red de seguridad”, la malla de salvaguarda que resolvería eventualmente las crisis sistémicas en mercados emergentes y mitigaría sus consecuencias sobre la economía global.

El problema central de la crisis financiera internacional, que se desató con toda su furia a partir del colapso de Lehman Brothers, es que esta vez no había “red de seguridad” que pudiera aislar a la economía mundial, debido a que las propias economías avanzadas estaban en el ojo del huracán. Por ello la comparación con la Gran Depresión, y la respuesta de los gobiernos a través de la política

* Esta es una transcripción revisada de los comentarios del presentador del libro con motivo de su lanzamiento, realizado en abril pasado en el Banco Central de Chile.

** Profesor Plenario, Universidad Torcuato Di Tella. E-mail: pguidotti@utdt.edu

fiscal y monetaria que alcanzó magnitudes sin precedentes y excedió los marcos convencionales de política económica prevalecientes hasta entonces en aquellos países.

Hoy en día, la economía mundial se ha repuesto del pánico: esquivó los riesgos más graves de la crisis, y se encuentra en un proceso de lenta recuperación. Sin embargo, las respuestas de política aplicadas durante la crisis han generado a su vez nuevos riesgos, especialmente en materia fiscal, que muy probablemente depararán más de un trago amargo en el futuro.

A más de dos años de la caída de Lehman, el mundo ya ha comenzado a desgranar las lecciones de la crisis, a entender sus causas y orígenes, y a tomar medidas preventivas para evitar que situaciones similares se repitan en el futuro. Es este contexto de reflexión, es muy útil contar con el libro *Monetary Policy under Financial Turbulence* publicado por el Banco Central de Chile y editado por Luis Felipe Céspedes, Roberto Chang y Diego Saravia. Este volumen contiene un interesante conjunto de contribuciones —teóricas y empíricas— de importantes autores en la materia, tanto locales como internacionales.

Monetary Policy under Financial Turbulence tiene dos grandes objetivos. En primer lugar, se concentra en entender el origen de la crisis, cuáles fueron las causas, cómo fue la respuesta de política, y cuáles son las implicancias para el diseño de política económica (especialmente la monetaria) hacia el futuro. En segundo lugar, el libro explora qué implica la crisis financiera internacional para el pensamiento macroeconómico convencional. ¿Es necesario un cambio en la teoría macroeconómica tradicional? ¿Se requiere un nuevo paradigma para la política monetaria, y cuáles son las implicancias para la independencia de los bancos centrales y el enfoque de “metas de inflación”?

El libro está organizado a través de cuatro temas principales: 1) la identificación de las causas de la crisis, 2) el rol de los mercados de crédito en la propagación de la crisis, 3) las políticas fiscal y monetaria en la crisis y en una situación en la cual la tasa de interés es cercana a cero, y 4) la estabilidad financiera y su implicancia para la política monetaria y los objetivos de los bancos centrales, y para el

desempeño macroeconómico. Las conclusiones principales de los distintos trabajos se encuentran resumidas en un excelente capítulo introductorio escrito por los editores.

Mis comentarios y opiniones se concentrarán fundamentalmente en los orígenes y causas de la crisis financiera internacional y en la respuesta de los bancos centrales tanto en lo que se refiere a política monetaria como en materia regulatoria. En particular, compararé la respuesta de política que observamos en las economías avanzadas con experiencias pasadas en América Latina, a fin de determinar importantes diferencias y similitudes. Finalizaré con unas breves consideraciones sobre el impacto de la crisis sobre la teoría económica.

Orígenes y causas de la crisis

En distintos capítulos, *Monetary Policy under Financial Turbulence* refleja el consenso actual de opinión que sostiene que los factores macroeconómicos fueron las causas principales de la crisis financiera internacional. En particular, dicho consenso plantea que el exceso de ahorro global, la presencia de una política monetaria laxa en los EE.UU. y la presencia de tasas de interés particularmente bajas por mucho tiempo están en la base de los problemas que llevaron a la crisis financiera. En el contexto internacional, esta visión enfatiza el rol de los desbalances globales y la acumulación de reservas por parte de las economías emergentes como factores que, en conjunto con la laxitud de la política monetaria de la Reserva Federal, configuraron un escenario propicio para la aparición de burbujas en los mercados de activos.

Los factores macroeconómicos interactúan con dos elementos centrales a la crisis. El primer elemento fue la innovación financiera en los mercados de hipotecas, que se tradujo en la securitización de un importante segmento de activos bancarios que no se transaban en los mercados de capitales. En particular, las hipotecas registradas en los balances de los bancos norteamericanos representaban cerca del 100% del PIB de dicho país.

Más aún, la securitización de las hipotecas “subprime” fue acompañada por otras innovaciones (los CDO, el “tranching”, la participación de agencias calificadoras de riesgo en el desarrollo de activos

estructurados, el desarrollo de mercados de CDS, la utilización de SIV, y el desarrollo del modelo “originar para distribuir”), lo que implicó el fuerte crecimiento de un sistema bancario paralelo que eludía la regulación y supervisión bancaria.

El segundo elemento crucial fue el efecto amplificador que generó el sistema bancario una vez que los problemas empezaron a hacerse aparentes. La securitización de activos y la distribución de productos estructurados a través del mercado internacional de capitales, junto con la poca transparencia de los canales de transmisión de riesgo, generó condiciones óptimas para el contagio internacional de la crisis.

En este sentido, lo ocurrido con la crisis “subprime” es muy parecido a lo que pasó en las crisis de los mercados emergentes en la década de los noventa. En esas ocasiones, el fenómeno de contagio a través del mercado internacional también había estado asociado al rápido crecimiento del mercado de bonos emitidos por las economías emergentes, impulsado mayormente por la securitización de los préstamos bancarios a gobiernos por medio del Plan Brady.

El consenso de opinión descrito, que ha sido impulsado con fuerza por el FMI, tiene implicancias para las economías emergentes y sus marcos de política económica. Esta visión identifica los desbalances globales en cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales por parte de las economías emergentes como fenómenos derivados de políticas ineficientes de autoseguro. Es por ello, entonces, que esta visión ha estado impulsando el rebalanceo de la demanda agregada global en el sentido de estimular la demanda en economías emergentes para compensar una menor demanda en las economías avanzadas. Como corolario, esta visión impulsa una apreciación real de las monedas de las economías emergentes, fenómeno que ha sido denominado la “guerra de las monedas”.

En mi opinión, y contrariamente a lo que sostiene la visión de consenso antes mencionada, no existe evidencia sólida que indique que los llamados desbalances globales y la acumulación de reservas por parte de las economías emergentes constituyan un proceso ineficiente. Por el contrario, la evidencia indica que los desbalances globales pueden atribuirse directamente a tres fenómenos: 1) el rol

del mercado de capitales en suavizar los efectos de las variaciones del precio del petróleo; 2) el fortalecimiento de la capacidad de las economías emergentes para enfrentar eventos de volatilidad en los mercados de capitales; y 3) el ahorro de la economía de China.

En este sentido, puede observarse, en primer, lugar que las variaciones de los saldos de cuenta corriente de las economías avanzadas en la última década se corresponden exactamente con una variación en sentido opuesto en el saldo de cuenta corriente de las economías exportadoras de petróleo, lo que sugiere que —al contrario de lo sucedido en la década de los setenta— el mercado internacional de capitales actuó eficientemente para suavizar los efectos de un *shock* real que se percibía como transitorio.

En segundo lugar, el comportamiento de las economías emergentes en cuanto a su acumulación de reservas internacionales sugiere que, a partir de las crisis financieras de los noventa, hubo una mayor concientización de los gobiernos respecto de los riesgos derivados de la volatilidad de los mercados de capitales, de las restricciones de liquidez, y de los fenómenos de contagio. Investigación propia (Guidotti, 2007), así como la realizada por Reinhart, Rogoff y Savastano (2003), ha demostrado que los niveles sostenibles de endeudamiento en situaciones en las que existen restricciones de liquidez tienden a ser muy inferiores a las que se creía anteriormente. Estas investigaciones sugieren que los niveles “seguros” (o sostenibles) de deuda en economías emergentes no superan el rango de 25 a 30% del PIB. En este contexto, cuando la deuda pública en muchas economías emergentes aún excede estos niveles, no parece razonable la recomendación de impulsar una expansión de la demanda agregada a través de políticas fiscales expansivas. Obviamente este no es el caso de Chile, ya que Chile tiene una política económica muy responsable desde hace mucho tiempo y es hoy un ejemplo para el mundo emergente.

En tercer lugar, resulta más difícil evaluar el alto ahorro de la economía china, ya que esta no es una economía plenamente de mercado. Lo que sí puede decirse es que la alta tasa de ahorro no resulta claramente incoherente con lo que cabría esperar en un país en el cual no existe un sistema de pen-

siones o de seguridad social que sea comparable a los de Occidente.

En mi opinión, entonces, la causa principal de la crisis ha sido la financiera, y no la macroeconómica. En particular, el marco de regulación financiera conocido como Basilea II y la falta de una adecuada supervisión han permitido un arbitraje regulatorio que, a lo largo de los años, ha disminuido notablemente los niveles de capital de los bancos. La innovación financiera antes descrita permitió que la capitalización bancaria (medida como la relación de patrimonio neto a activos totales) disminuyera del 6% en los años noventa al 4% antes de la crisis, y al 0.4% en el año 2009. Niveles de capitalización de 6 y 4% se corresponden con apalancamientos de 17 y 25 veces, respectivamente, y resultan a todas luces insuficientes para soportar aun moderados aumentos en los niveles de morosidad.

En este sentido, estoy convencido hoy en día de que el rol atribuido al potencial quiebre del sistema de incentivos que generaba el modelo de originar-para-distribuir es mucho menor que el que se creía en un principio. Datos con respecto a la mora en las carteras de préstamos de las economías avanzadas no muestran que las hipotecas sufrieran índices de mora desproporcionados. Los créditos al consumo, por ejemplo, mostraron índices de morosidad mayores que el de las hipotecas, y en general en niveles similares, por ejemplo, a los observados en otras crisis bancarias. Esta evidencia apunta a que los problemas bancarios no reflejaron necesariamente una mala asignación del crédito, sino que la misma se realizó sin un capital mínimo suficiente.

Por ende, la principal lección de este diagnóstico debe ser la revisión del marco de regulación bancaria y de las políticas de supervisión.

Respuesta de política económica

Quiero ahora referirme brevemente a la respuesta de política en la crisis, y en particular a la de los bancos centrales. Como bien documenta el capítulo escrito por Céspedes, Chang y García-Cicco, la respuesta de los bancos centrales en la crisis fue muy decisiva, especialmente a partir de la caída de Lehman Brothers. La respuesta de los bancos centrales fue, a su vez, complementada por medidas de política fiscal.

Una vez que los instrumentos más tradicionales de política monetaria alcanzaron sus límites al caer la tasa de interés a niveles cercanos a cero, los bancos centrales recurrieron a un vasto conjunto de medidas que hoy son conocidas como “no convencionales”. Estas medidas incluyeron programas de compras de activos tóxicos (por ejemplos, el TARP y el TALF), y operaciones de mercado abierto (el denominado “quantitative easing” en los programas QE1 y QE2 de la Reserva Federal). Los bancos recibieron niveles sin precedentes de ayuda gubernamental a través de asistencia por iliquidez, inyecciones de capital, garantías públicas sobre emisiones de papeles comerciales, seguros contra “riesgos en la cola de la distribución”, además de las mencionadas compras de activos tóxicos. Además, estas acciones alcanzaron, en algunos casos, a instituciones no reguladas por el banco central. Así, en los EE.UU., se observaron la inyección de capital a la aseguradora AIG y la asistencia directa a empresas automotrices como GM, Chrysler, y Ford.

¿Qué lecciones podemos sacar de estas respuestas de política a la luz de las experiencias de crisis bancarias pasadas en América Latina? ¿En qué medida estas respuestas son verdaderamente no convencionales o extraordinarias?

En primer lugar, el uso de los términos “no convencional”, “sin precedentes”, y “excepcional” para caracterizar las medidas que se han adoptado durante la crisis sugiere que estas nunca se habían implementado antes y que, en cierto modo, constituyen respuestas únicas que no hay que esperar que se repitan en el futuro. Lo cierto es que ni las medidas implementadas no tienen precedente —esto es ciertamente válido si consideramos la filosofía que las inspira en su conjunto— ni creo que sean acciones de política que no se repitan en el futuro.

En toda crisis financiera se presentan situaciones imprevistas que requieren nuevas respuestas de política e incluso la implementación de reformas institucionales. Y en este sentido, es cierto que el accionar de todo banco central en una crisis financiera requiere creatividad e implica hacer cosas que no son habituales en tiempos normales. Pero lo interesante de la experiencia de la crisis internacional reciente es que muestra que la respuesta de los bancos centrales

de las economías avanzadas tiene mucho en común, aunque con importantes diferencias de acuerdo al contexto, con las respuestas de bancos centrales de economías emergentes en circunstancias similares.

Por ejemplo, es sabido que, en una crisis bancaria, los mercados monetarios de corto plazo dejan de funcionar correctamente y se segmentan. La pérdida de confianza entre las instituciones financieras hace que el crédito interbancario se congele y aparezca el racionamiento de crédito. En este contexto, las tasas de interés de estos mercados pueden resultar engañosas, pues reflejan sólo las operaciones que se llevan a cabo (y, por ende, no reflejan plenamente la falta de confianza que lleva a que algunas entidades queden excluidas del mercado), y la liquidez que inyectan los bancos centrales no llega a destino. El banco central ofrece liquidez, pero el que la necesita no la toma porque teme revelar su situación precaria, y el que la puede tomar no la necesita o no está dispuesto a canalizarla hacia otras entidades debido a la incertidumbre. Esta situación requiere instrumentos “no convencionales”. Experiencias de utilización de operaciones de compras de activos, o medidas de política monetaria similares al “quantitative easing” prevalecen en toda crisis bancaria, y no son una novedad de esta última.

Tampoco resultan novedosas las acciones que adoptan los bancos centrales para reestructurar entidades bancarias en problemas con el objetivo de limitar el riesgo sistémico derivado de su colapso. La facilitación por parte de los bancos centrales de la absorción de entidades problemáticas por entidades más sólidas utilizando medidas de capitalización y garantías para acotar los riesgos asumidos por el adquirente, encuentran precedentes en distintas experiencias de manejo de crisis bancarias en economías emergentes.

Sin embargo, hay diferencias importantes entre esta crisis y las que ocurrieron en la región, por ejemplo. La principal diferencia es la distinta credibilidad fiscal de los estados. Esto se manifiesta en al menos dos dimensiones importantes. En primer lugar, mientras que en crisis bancarias de América Latina, los depositantes eran actores centrales de las corridas bancarias, en las economías avanzadas no hubo corrida por parte de los depositantes. Esta diferencia habla a las claras de la credibilidad relativa de los

sistemas de seguro de depósitos.

En segundo lugar, las respuestas de los bancos centrales de América Latina están limitadas fiscalmente y, en general, es difícil distinguir entre una crisis bancaria y una fuga generalizada de los inversores de todo tipo de activo (incluyendo los títulos públicos). Por el contrario, en la crisis reciente, los gobiernos de los EE.UU., el Reino Unido y Alemania gozaban de una fuga hacia la calidad de sus títulos públicos a la vez que la crisis financiera tenía esos países como epicentro de la misma. Esta característica está a la base de por qué el uso de fondos públicos en las economías avanzadas fue masivamente superior al visto en crisis similares en economías emergentes.

Otra lección relacionada tiene que ver con la credibilidad institucional. Como hemos visto, la respuesta de los bancos centrales en estas circunstancias requiere gran credibilidad y gran flexibilidad. Esto requiere de marcos legales donde los bancos centrales puedan salirse ocasionalmente del “libreto” y luego rindan cuenta de sus políticas ante el Congreso. Las experiencias de las economías de la región muestran que las acciones de sus bancos centrales son mucho más judicializadas que similares respuestas en las economías avanzadas. Esta tradición de excesiva judicialización de la política económica claramente limita las capacidades de los bancos centrales en tiempos de crisis.

La experiencia de la crisis reciente muestra que la efectividad de la política monetaria es máxima cuando ataca a mercados que se tornan disfuncionales. Su efectividad es mucho más limitada cuando los mercados monetarios vuelven a su normalidad. Como argumenta Eichengreen en su capítulo, la respuesta de política siguió la narrativa de los años treinta. Utilizar ese comparador justificó un uso masivo de las políticas monetaria y fiscal. En mi opinión, mientras la política monetaria resultó muy efectiva y pone pocos riesgos a futuro, la efectividad de la política fiscal ha sido sobredimensionada y su utilización pone serios riesgos a futuro en materia de sostenibilidad, que tardarán años en resolverse.

Termino con una breve reflexión con respecto al impacto de la crisis financiera internacional sobre el pensamiento económico. Creo que la crisis ha

servido para que muchos economistas se enfoquen al análisis de las problemáticas bancaria y financiera que quizás estaban un poco rezagadas, especialmente entre los académicos norteamericanos. Sin embargo, estoy convencido de que esta crisis no plantea ningún cambio de paradigma en materia de pensamiento económico.

No es tanto la teoría lo que debe cambiar, sino la utilización que algunos académicos (especialmente en los EE.UU.) hacen de ella a la hora de analizar la realidad. Muchas de las simplificaciones que se hacen en teoría (mercados completos, expectativas racionales, etc.) son útiles como elementos para comprender la realidad, pero no podemos pensar que estas hipótesis son la realidad misma. Yo creo que parte del cambio más importante que se generará no está en la teoría, sino en su utilización, y en la rigidez que muchos académicos han tenido al aplicarla. Esto incluye la regulación bancaria donde muchos banqueros y reguladores cayeron en la falsa seguridad que brindaba el excesivo tecnicismo de los modelos de análisis de riesgo,

y de “pricing” de activos financieros, basados en supuestos muy simplistas sobre el funcionamiento de dichos mercados.

En este sentido, libros como *Monetary Policy under Financial Turbulence*, editado por Luis Felipe Céspedes, Roberto Chang y Diego Saravia, y publicado por el Banco Central de Chile, contribuyen en forma sustantiva a encontrar el equilibrio adecuado entre la rigurosidad que debe tener el análisis científico y el sentido común que debe aplicarse al diseño de la política económica y de las regulaciones financieras.

REFERENCIAS

- Guidotti, P. (2007). “Global Finance, Macroeconomic Performance, and Policy Response in Latin America: Lessons from the 1990s.” *Journal of Applied Economics* X(2): 279-308.
- Reinhart, C., K. Rogoff y M. Savastano (2003). “Debt Intolerance.” *Brookings Papers on Economic Activity* 03(1): 1-74.