



El fetiche de la liquidez y la crisis financiera

En una cita que se reproduce en el primer artículo de este Boletín, John Maynard Keynes utiliza la frase “fetiche de la liquidez”, para referirse a lo que caracteriza como la más antisocial de las máximas de las finanzas ortodoxas. Las instituciones financieras, dice Keynes, le dan un énfasis obsesivo a la posesión de activos líquidos, lo que entraña en cierto modo traicionar la función social de los intermediarios financieros, que es facilitar la colocación del ahorro de la comunidad en bienes de capital fijo. Por su propia naturaleza, estos bienes, que son la base de la riqueza en una economía capitalista moderna, no pueden ser líquidos, ya que no se pueden convertir fácilmente en dinero efectivo.

El tema de la liquidez ha tenido un papel destacado en los múltiples debates que se han desatado desde la caída de Lehman Brothers en la tercera semana de septiembre. Muchos especialistas plantean que la causa más profunda de la crisis fue el ambiente de excesiva liquidez que se creó en Estados Unidos desde comienzos de la década actual. Según este argumento, un sistema financiero rebosante de excesiva liquidez está abocado a meterse en problemas, ya que la liquidez excedente tiende a colocarse en inversiones de dudosa calidad. Si se le concede validez a este argumento, se estaría responsabilizando a la Reserva Federal, por lo menos en parte, de haber sentado las bases para la crisis. En los primeros años de esta década la Reserva propició un ambiente de tasas de interés extremadamente bajas que favoreció una expansión extraordinaria del crédito. La Reserva alimentó el fetiche de la liquidez del que hablaba Keynes.

Por supuesto, esta no puede ser la explicación completa de los eventos extraordinarios que han sacudido a la economía mundial desde septiembre. Además del exceso de liquidez en el sistema financiero, en la crisis han jugado un papel importante otros factores, como la falta de reglamentación prudencial de los productos financieros exóticos llamados, en inglés, *derivatives*. Pero la centralidad de la liquidez en la crisis no se puede ignorar. Uno de los aspectos más preocupantes de los eventos de septiembre y octubre fue que las instituciones financieras comenzaron a tratar de acaparar toda la liquidez que podían conseguir para sentirse más seguras en un ambiente dominado por el miedo y las corridas contra bancos. Irónicamente, la búsqueda frenética y simultánea de liquidez por parte de todas o casi todas las instituciones financieras a lo que conduce es la iliquidez en el sistema como un todo. Desde fines de septiembre hasta la fecha de redacción de este Boletín, a mediados de noviembre de 2008, el crédito estuvo prácticamente paralizado en Estados Unidos.

Este número del Boletín consta de tres artículos. El primero es una selección de citas de John Maynard Keynes que están revestidas de actualidad por los eventos recientes, a pesar que se publicaron por primera vez en el año 1936. El segundo es una exposición sucinta de la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera del economista Hyman Minsky. El tercero es una narrativa del desenvolvimiento de la crisis y un comentario sobre sus posibles efectos en Puerto Rico y América Latina.

En este número:

El fetiche de la liquidez y la crisis financiera.....	1
Keynes y los mercados financieros.....	2
Hyman Minsky y los mercados financieros.....	4
El tsunami financiero.....	7

El Boletín de Economía es una publicación de la Unidad de Investigaciones del Departamento de Economía, Universidad de Puerto Rico, Recinto de Río Piedras. Los artículos son responsabilidad de los autores y no representan necesariamente las opiniones o posiciones de la Unidad de Investigaciones.

Unidad de Investigaciones Económicas
Departamento de Economía
Universidad de Puerto Rico
Recinto de Río Piedras
Apartado 23345
San Juan, Puerto Rico 00931-3345

Tel (787) 764-0000 Ext. 2451/ 2458
Fax (787) 773-1748

economia.uprrp.edu

Junta Editora

Juan A. Lara
María E. Enchautegui

Colaboradores

Francisco Catalá Olivera

Diseño Gráfico y Banco de Datos

Maribel Rodríguez Rivera

El Recinto de Río Piedras de la Universidad de Puerto Rico es un Patrono con Igualdad de Oportunidades en el Empleo. No se discrimina en contra de ningún miembro del personal universitario o en contra de aspirante a empleo, por razón de raza, color, orientación sexual, sexo, nacimiento, edad, impedimento físico o mental, origen o condición social, ni por ideas políticas o religiosas.

Keynes y los mercados financieros

Selección de citas por Francisco Catalá Olivera*
Comentarios por Los Editores

John Maynard Keynes le dedicó pasajes interesantísimos de su obra cumbre, La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, publicada en 1936, en medio de la Gran Depresión, al funcionamiento de los mercados financieros. En esta nota se presentan y comentan varias citas de esos pasajes cuya pertinencia en la crisis financiera actual debe resultar evidente para el lector.

Las citas se tomaron del Capítulo 12, *El estado de las expectativas a largo plazo*, Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, Fondo de Cultura Económica, México, D.F., 1971.

“...Con la separación entre la propiedad y la dirección que priva hoy, y con el desarrollo de mercados de inversión organizados, ha entrado en juego un nuevo factor de gran importancia, que a veces facilita la inversión, pero también contribuye a veces a aumentar mucho la inestabilidad del sistema. Cuando faltan los mercados de valores no tiene objeto revaluar con frecuencia una inversión en la cual nos hemos comprometido. Pero la bolsa revalúa muchas inversiones todos los días y estas revaluaciones dan frecuentes oportunidades a los individuos (aunque no a la comunidad en su conjunto) para revisar sus compromisos.” (página 138).

En esta cita Keynes identifica a los mercados de valores como una innovación institucional del capitalismo que puede aumentar mucho la inestabilidad del sistema. Estos mercados no nacieron con el capitalismo, sino que se desarrollaron en el capitalismo ya maduro. Su función, que en principio es útil para el sistema, es permitir a los individuos intercambiar entre ellos las inversiones en bienes de capital físico, haciendo líquidas de ese modo unas inversiones que en sí mismas no lo son. Pero ese intercambio puede, como en la actualidad en Estados Unidos y en el mundo, convertirse en un proceso desestabilizador.

“Entre las máximas de la finanza ortodoxa, ninguna, seguramente, es más antisocial que el fetiche de la liquidez, la doctrina según la cual es una virtud positiva de las instituciones de inversión concentrar sus recursos en la posesión de valores “líquidos”. Olvida que las inversiones no pueden

ser líquidas para la comunidad como un todo.” (página 142).

Aquí Keynes denuncia lo que considera el distanciamiento de los mercados financieros organizados de su misión original, que era canalizar el ahorro de la comunidad hacia la inversión en bienes físicos de capital. Dichos bienes, por su naturaleza, no son líquidos; la comunidad en su conjunto no los puede convertir a todos a la vez en dinero. Pero los actores de los mercados financieros actúan como si tal cosa fuera posible.

“...Si se me permite aplicar el término especulación a la actividad de prever la psicología del mercado, y la palabra empresa, o espíritu de empresa, a la tarea de prever los rendimientos probables de los bienes por todo el tiempo que duren, de ninguna manera es cierto que siempre predomine la especulación sobre la empresa. No obstante, a medida que mejora la organización de los mercados de inversión, el riesgo del predominio de la especulación aumenta.” (página 144)

Keynes hace una distinción clave entre invertir en posiciones líquidas para ganar dinero adivinando la psicología del mercado, y el acto de invertir en capital de producción, que es lo que hoy se llamaría “empresarismo” y que Keynes llama “espíritu de empresa”. Está claro que su opinión del empresario es elevada; no así la del especulador. Es de interés que en esta cita Keynes postula una especie de ley de evolución de los mercados financieros: a medida que avanza su grado de organización, aumenta el peso en ellos de la actividad especulativa, según definida.

“...Los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquél se realice mal.” (página 145)

Esta es una de las citas más famosas de Keynes, en la que compara las actividades especulativas, según él las define, con las apuestas en un casino. Si la formación de capital productivo queda sujeta principalmente a ese tipo de actividad, su realización queda en entredicho.

“...Como resultado del aumento gradual de la proporción que representan en la inversión global de capital de la comunidad los títulos o valores de

rendimiento variable que poseen las personas que no dirigen ni tienen conocimiento especial de las circunstancias, sean presentes o futuras, de los negocios en cuestión, ha disminuido seriamente el elemento de conocimiento real que hay en la valuación de las inversiones por quienes las poseen o proyectan comprarlas.” (página 140)

Keynes se adelanta en esta cita a una de las revelaciones más aleccionadoras de la crisis actual; que aún los inversionistas más sagaces pueden tener un conocimiento muy limitado del valor de los activos que trafican. Keynes no conoció los títulos derivados esotéricos tan característicos de las finanzas contemporáneas, pero anticipó la evolución del sistema en esa dirección.

“Una valoración convencional que se establece como resultado de la psicología de masa de gran número de individuos ignorantes está sujeta a modificaciones violentas debidas a un cambio violento en la opinión como consecuencia de factores que en realidad no significan gran cosa para el rendimiento probable, ya que no habrá motivos de convicción fuertemente arraigados para mantenerla con firmeza.” (página 141)

La volatilidad de las expectativas, y los cambios bruscos del mercado movido por el “instinto de la manada,” son consecuencias de la ausencia de una valoración realmente anclada en los méritos fundamentales de la inversión en cuestión, lo que en los mercados llaman, en inglés, los *fundamentals*.

“...En tiempos anormales...el mercado estará sujeto a oleadas de sentimientos optimistas o pesimistas, que son irrazonables y sin embargo legítimos, en cierto sentido, cuando no hay bases sólidas para un cálculo razonable.” (página 141)

El instinto de manada es una estrategia razonable, aunque parezca conducta irracional, cuando no es posible realizar un cálculo racional de los valores subyacentes en una inversión financiera. ¿De dónde sale, entonces, la valuación convencional que hace el mercado, que no es una valuación sólida y racional, pero sí una valuación *viable*, en tiempos normales? Aquí sigue la famosísima cita de Keynes donde compara al mercado bursátil con los concursos de belleza.

“...La inversión por profesionales puede compararse a esos concursos de los periódicos en que los concursantes tienen que seleccionar las seis caras más bonitas entre un centenar de fotografías, ganando el premio aquel competidor cuya selección

corresponda más aproximadamente al promedio de las preferencias de los competidores en conjunto; de tal manera que cada concursante ha de elegir, no los semblantes que él mismo considere más bonitos, sino los que crea que serán más del agrado de los demás concursantes, todos los cuales observan el problema desde el mismo punto de vista. No es el caso de seleccionar aquellas que, según el mejor juicio propio, son realmente las más bellas, ni siquiera las que la opinión general cree que lo son efectivamente. Hemos alcanzado el tercer grado en el que dedicamos nuestra inteligencia a anticipar lo que la opinión promedio espera que sea la opinión promedio.” (página 142)

Anticipar los que serán las anticipaciones de otros; ese es el juego del inversionista profesional. No es el cálculo racional del hombre económico neoclásico, sin dejar de ser un método razonable de valuación de las inversiones líquidas (que no de las fijas) en tiempos “normales”.

Keynes indica también que los inversionistas profesionales “juegan” a pasarse la papa caliente entre ellos; no precisan de un público de inversionistas ingenuos de quienes aprovecharse:

“El objeto real y particular de la mayor parte de las inversiones de los expertos, hoy día, es “ganar la delantera” (to beat the gun), como dicen los norteamericanos; ser más listo que el vulgo, y encajar la moneda falsa o que se está depreciando a otra persona... Esta batalla de viveza para prever las bases de la valoración convencional con unos cuantos meses de antelación, más bien que el rendimiento probable de una inversión durante años, ni siquiera necesita corderos entre el público para saciar las fauces de los lobos profesionales: estos últimos pueden jugar entre sí... es, por decirlo así, el juego del anillo de la solterona o de las sillas musicales —un pasatiempo en que el vencedor es el que pasa a su vecino el anillo ni demasiado pronto, ni demasiado tarde, antes que termine el juego, y es el que consigue una silla al cesar la música—. Estos entretenimientos pueden jugarse con diversión y deleite, aunque todos los jugadores sepan que lo que está circulando es el anillo, o que cuando la música deje de tocar, algunos de ellos no encontrarán asiento”. (página 142)

Es sumamente interesante que un alto ejecutivo de uno de los principales bancos del mundo recurriera a esta misma metáfora de Keynes para explicar el comportamiento de los mercados (y el suyo propio) en los meses anteriores a la crisis financiera actual. Según ese funcionario, los

participantes en la burbuja sabían que habría serios problemas cuando cesara “la música de la liquidez”, pero su actitud, impelidos por la competencia, era la de que “mientras la música suena, ¡hay que seguir bailando!” Casi tres cuartos de siglo después de la Teoría general, ese magnate financiero moderno reivindicó la imagen del juego de las sillas musicales.

“...Espero ver al estado, que está en situación de poder calcular la eficiencia marginal de los bienes de capital a largo plazo sobre la base de la conveniencia social general, asumir una responsabilidad cada vez mayor en la organización directa de las inversiones.” (página 149)

El capítulo 12 de la Teoría general cierra con este mensaje, que no deja lugar a dudas sobre la importancia que le confería Keynes a la intervención del estado para estabilizar a la economía capitalista. En este pasaje Keynes va más allá de abogar por una política fiscal activista—que es quizás la parte más conocida de su propuesta—y se muestra partidario de la planificación estatal de la inversión. Es fácil imaginar el efecto de este pasaje en un joven lector contemporáneo de Keynes como lo fue Raúl Prebisch.

*Catedrático jubilado del Departamento de Economía, UPR-Recinto de Río Piedras.

Hyman Minsky y los mercados financieros

Nota de Los Editores

Desde que la crisis financiera de Estados Unidos entró en su fase aguda, en la tercera semana de septiembre, la prensa ha comenzado a dar a conocer a un economista influyente, pero poco conocido hasta ahora: Hyman Minsky. Las teorías de Minsky sobre el sector financiero de una economía capitalista—incluyendo su famosa Hipótesis de la Inestabilidad Financiera (*Financial Instability Hypothesis*, o *FIH*, en inglés) han llamado la atención del público porque parecen proveer una explicación que se ajusta a la evolución de la crisis actual. De hecho, algunos comentaristas en la prensa han llegado a decir que estamos viviendo lo que en la literatura especializada llaman un “Minsky Moment”.

En esta nota se presenta una exposición no especializada ni técnica de las ideas de Minsky sobre las crisis financieras. Para facilitar la exposición, se hace uso de diagramas en las páginas que siguen.

Minsky identifica tres formas distintas de manejo de las finanzas de una organización, que él llama “finanzas conservadoras” (*hedge finance*), “finanzas especulativas” (*speculative finance*) y “finanzas Ponzi” (*Ponzi finance*). En un momento dado, hay diferentes actores económicos practicando cada una de estas formas de manejar la relación entre la deuda y los ingresos de una entidad, pero una de ellas tiende a dominar sobre las demás. El estilo dominante de manejo de las finanzas varía a lo largo de un ciclo de expansión y prosperidad financiera: en la etapa inicial del ciclo predominan las finanzas conservadoras; a medida que el ciclo avanza comienzan a predominar las finanzas especulativas, y cuando el ciclo ha llegado ya a su etapa insostenible, la mayoría de las entidades están practicando las finanzas Ponzi. Esa última etapa culmina, inevitablemente, en una crisis financiera. (Véase la ilustración en la página siguiente.)

Conviene comenzar por explicar un poco más lo que son cada una de estas tres maneras de llevar las finanzas de una organización empresarial. En el caso de las finanzas conservadoras, la unidad se cuida de que sus ingresos previsibles sean suficientes para cubrir sus obligaciones de pago. Las posiciones de riesgo que se asumen son mínimas y es poco probable que la unidad se vea obligada a tomar prestado para poder hacer los pagos que van venciendo. Cuando esta actitud predomina en la economía, la estabilidad del sistema financiero parece casi natural.

Las finanzas especulativas conllevan tomarse ciertos riesgos que no están necesariamente cubiertos por el ingreso previsible. La unidad que opera de este modo está apostando a ciertos resultados futuros que, si no se dan, implicarían tener que tomar prestado para poder cumplir con las obligaciones de pago que tiene la entidad. Cuando este estilo de actuación financiera predomina, el sistema está expuesto a riesgos que podrían amenazar su estabilidad.

Las finanzas Ponzi, por último, conllevan un nivel de riesgo mucho más alto. La unidad que se

maneja “a la Ponzi” está básicamente jugando a la pirámide; es decir, asumiendo riesgos insostenibles a sabiendas de que en algún momento alguien tendrá que sobrellevar pérdidas cuantiosas. La unidad simplemente mantiene la esperanza de que logrará salirse del juego antes de que caiga el castillo de naipes. Cuando es esta la postura que predomina, el sistema está abocado sin remedio a una crisis.

¿Quién era Ponzi?

La noción de “finanzas Ponzi” que utiliza Minsky viene de Charles Ponzi, un inmigrante italiano reconocido en la historia de Estados Unidos como el primer “mago de las finanzas”. Ponzi fue el practicante más famoso de un fraude financiero que consiste en ofrecerles rendimientos extravagantemente altos a inversionistas incautos. Para cumplir con ellos, Ponzi buscaba nuevos inversionistas, y “con el dinero de Pedro le pagaba a Juan”. Esta operación es insostenible, y a la larga el operador del fraude tiene que salir huyendo. Ponzi no huyó a tiempo, y fue a parar a la cárcel.

Los que participan en un “esquema Ponzi” están motivados por la ambición de ganar mucho dinero, de manera fácil y en poco tiempo.

La hipótesis de Minsky propone, entre otras cosas, que en las expansiones financieras prolongadas e intensas la economía transita por los tres tipos de manejo de las finanzas, hasta colapsar en una crisis. Lo que lleva a las unidades a pasar de las finanzas conservadoras a las especulativas y, finalmente, a las finanzas tipo Ponzi, es la presión de la competencia, junto al incremento en el volumen de liquidez en el sistema y la percepción de que abundan las oportunidades de realizar grandes ganancias. El propio Alan Greenspan, destacado defensor de la desregulación financiera, advirtió en más de una ocasión que los mercados financieros estaban demasiado “exuberantes”. Esa exuberancia es lo que Minsky identificó como una señal de alarma en la economía.

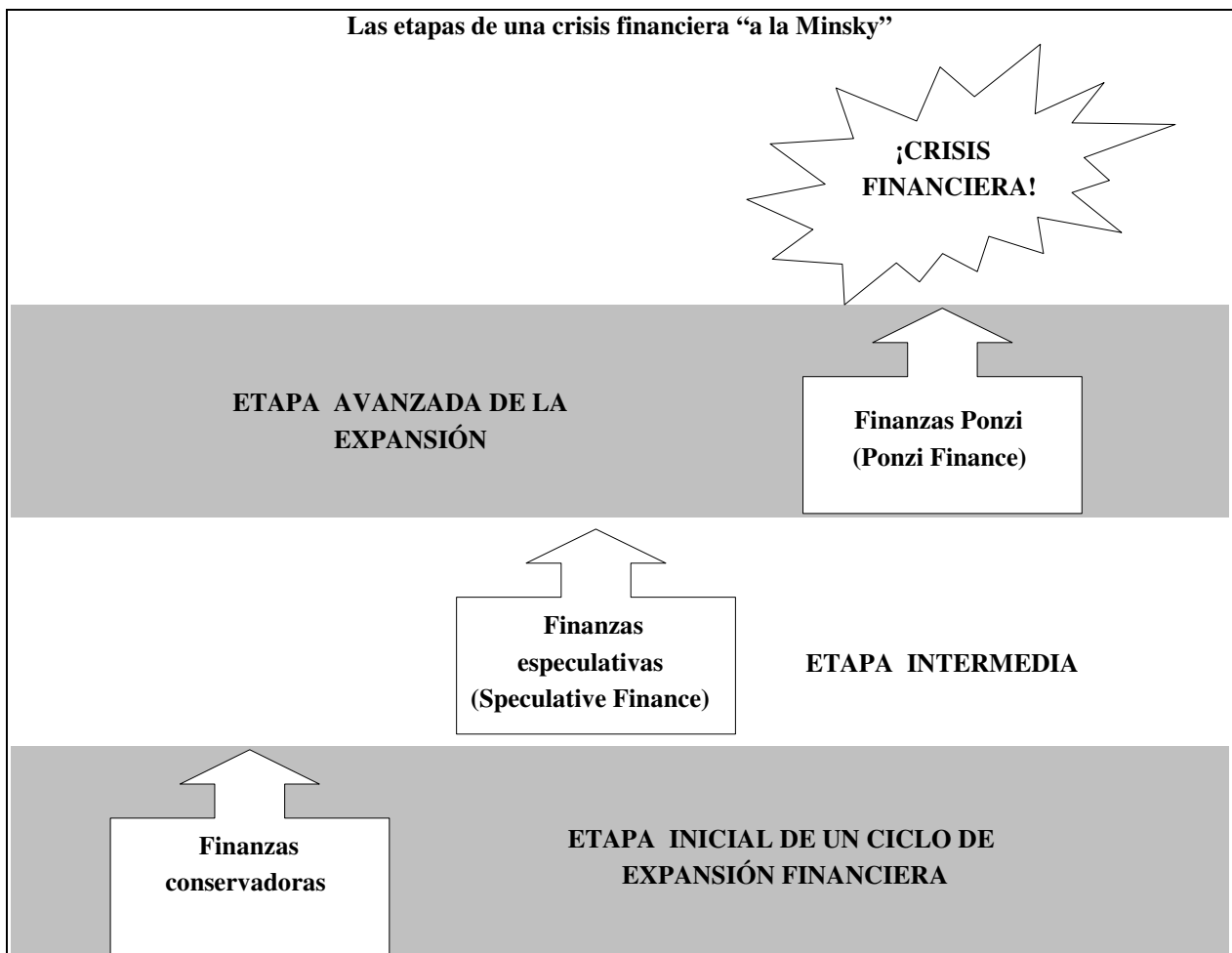
La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera, en palabras de Minsky

Las citas en esta nota se tomaron de: **The Financial Instability Hypothesis**, Hyman P. Minsky, *Working Paper No. 74* del Jerome Levy Economics Institute of Bard College, mayo de 1992. La traducción del inglés es por Los Editores.

“...Se puede demostrar que si las finanzas conservadoras predominan, entonces la economía puede muy bien ser un sistema que busca y contiene el equilibrio. En contraste, mientras mayor es el peso de las finanzas especulativas o Ponzi, mayor es la probabilidad de que la economía sea un sistema que amplifica las desviaciones. El primer teorema de la hipótesis de la inestabilidad financiera es que la economía tiene regímenes de financiamiento bajo los cuales es estable, y regímenes de financiamiento bajo los cuales es inestable. El segundo teorema de la hipótesis de la inestabilidad financiera es que en períodos prolongados de prosperidad la economía transita de las relaciones financieras que posibilitan un sistema estable a las relaciones financieras que llevan a un sistema inestable.

“En particular, a lo largo de un período prolongado de tiempos buenos, las economías capitalistas tienden a moverse de una estructura financiera dominada por unidades que practican las finanzas conservadoras a una estructura en la cual tienen un gran peso las unidades involucradas en finanzas especulativas o finanzas Ponzi. Más aún, si una economía con una cantidad considerable de unidades que practican finanzas especulativas se encuentra en un estado inflacionario, y las autoridades tratan de exorcizar la inflación mediante una restricción monetaria, entonces las unidades especulativas se convierten en unidades Ponzi, y el patrimonio de las que ya eran unidades Ponzi se evapora rápidamente. En consecuencia, las unidades que tienen falta de efectivo se verán obligadas a cumplir con algunas de sus posiciones vendiendo otras posiciones. Es probable que esto lleve a un colapso de los valores de los activos.”

Las etapas de una crisis financiera “a la Minsky”



El tsunami financiero

Juan Lara*

Para los que vivimos en una isla, la palabra *tsunami* evoca imágenes especialmente ominosas. La metáfora del *tsunami financiero* se ha impuesto como la imagen preferida para caracterizar la crisis más severa que ha sufrido el sistema financiero internacional desde la Gran Depresión. Desde su epicentro en Wall Street, la ola destructiva de este desastre ha recorrido ya el mundo entero, y parece destinada a darle varias vueltas al planeta antes de disiparse. A las playas de Puerto Rico ya llegaron los primeros golpes, porque a diferencia de nuestra posición en el plano geográfico, en el plano financiero no somos una isla.

Antes de intentar evaluar los efectos de esta crisis en Puerto Rico, primero hay que tratar de entender en qué consiste y cómo es de esperar que operen las fuerzas que se han desplegado para combatirla. En gran medida, los efectos del tsunami en Puerto Rico serán un reflejo de lo que ocurra en Estados Unidos, y es incluso posible, irónicamente, que el manejo de la crisis en Washington tenga consecuencias favorables para la economía puertorriqueña.

Pasará algún tiempo antes de que se produzca una explicación completa y coherente de esta crisis. El proceso ha sido tan complejo y opaco que aún los funcionarios privados y públicos que actúan cotidianamente en el sistema financiero no parecen tener una interpretación definitiva de lo que está ocurriendo. Lo que sí se ha logrado es identificar los elementos clave del proceso, los cuales sin duda serán objeto de un estudio más minucioso en los próximos años. Dichos elementos son los siguientes:

- La corrección del mercado inmobiliario en Estados Unidos.
- El aumento dramático de la morosidad en el mercado hipotecario.
- El encadenamiento de las pérdidas en las instituciones financieras a través de instrumentos derivados de crédito y seguros.
- Las corridas bancarias.
- El colapso de la liquidez.
- La congelación casi total del crédito.

Como resultado de esta cadena de sucesos, el mercado financiero de Estados Unidos llegó a estar casi paralizado a partir de la tercera semana de septiembre de 2008. De persistir esa paralización del

crédito por un período prolongado—digamos, seis meses—no sería exagerado pensar en un escenario de depresión en la economía estadounidense. Pero antes de saltar a conclusiones dramáticas, hay que destacar que el gobierno de Estados Unidos, al igual que los gobiernos europeos y el de Japón, han puesto en marcha medidas verdaderamente agresivas precisamente para impedir que el crédito se mantenga congelado por mucho tiempo.

En este momento es oportuno recordar que este drama no se vivió en Estados Unidos solamente. El riesgo de una verdadera debacle financiera se hizo patente también en los países europeos y en Japón, de donde se ha ido propagando por todo el resto del mundo. De hecho, algunos gobiernos europeos, como el del Reino Unido, se adelantaron al gobierno estadounidense en la agresividad de sus medidas para atajar la crisis, y la primera catástrofe económica provocada por la crisis ocurrió en el continente europeo (Islandia).

Antecedentes de la crisis

Antes de examinar con un poco más de detalle la cadena de sucesos enumerada arriba, conviene repasar los antecedentes de la crisis, ya que estos sucesos no se dieron en el vacío. El siguiente recuadro presenta los antecedentes en forma esquemática.

ANTECEDENTES DE LA CRISIS

Desregulación del sistema financiero

- De Ronald Reagan a Alan Greenspan
- *Derivatives* por la libre
- Eliminación de las barreras entre la banca comercial y la banca de inversiones

Abundancia de liquidez

- Crédito super-barato

Internacionalización de las finanzas

Innovación computadorizada

Los especialistas parecen estar de acuerdo en que los antecedentes que sentaron las bases para la crisis fueron una combinación de la desregulación del sistema financiero, la creación de un ambiente de exceso de liquidez en el sistema, el encadenamiento de los sistemas financieros de diversos países y regiones y el ingenio creativo de los “ingenieros financieros” que diseñan los exóticos instrumentos derivados. Con la excepción del exceso de liquidez, que es un fenómeno reciente, todos los antecedentes mencionados vienen tomando forma desde los años ochenta.

En la presidencia de Ronald Reagan, a comienzos de los años ochenta, se inició un proceso rápido y amplio de liberalización de las regulaciones en el sistema financiero. La administración de Reagan eliminó restricciones a las tasas de interés y modificó o canceló medidas que limitan el margen de acción de las instituciones financieras. Sería erróneo pensar que esa oleada de desregulación no era necesaria o aconsejable. En realidad, muchos de sus efectos fueron muy positivos, ya que hizo posible un desarrollo del sector financiero que no se hubiera dado en el régimen regulatorio anterior. Sin embargo, la realidad tampoco valida los argumentos de los defensores de la desregulación a ultranza, ya que el proceso tuvo y sigue teniendo consecuencias negativas que no previeron sus propulsores. De hecho, una de las consecuencias tempranas de la desregulación de la administración de Reagan fue la crisis de las asociaciones de ahorro y crédito en la primera mitad de los años ochenta.

En ese ambiente ideológico propicio para la desregulación, Alan Greenspan pasó a ser presidente de la Reserva Federal, una posición en la que se distinguió, entre otras cosas, por ser un partidario decidido de un sistema financiero auto-regulado, con una intervención mínima de la supervisión estatal. Una de las áreas en las que Greenspan más insistió en evitar la regulación gubernamental fue en el desarrollo de los llamados instrumentos derivados. En gran medida, fue gracias a su intervención, y su prestigio, que el Congreso de Estados Unidos se inhibió de imponerle a los llamados *derivatives* los mismos requisitos de transparencia y control que se le imponen a otros instrumentos financieros más convencionales. Los instrumentos derivados crecieron y se multiplicaron más o menos por la libre.

A la misma vez que se iban desarrollando los nuevos instrumentos financieros, el mundo se iba entrelazando en un gran mercado financiero global. La desregulación no ocurrió solamente en Estados Unidos, sino en todas partes, y con el paso del tiempo se fueron integrando los sistemas financieros nacionales unos con otros a través del intercambio de créditos y productos. Esta integración creó los canales de propagación de la crisis a través de la economía mundial.

El desarrollo de un mercado a escala mundial y relativamente poco regulado, especialmente en el área de los instrumentos derivados, proveyó un terreno fértil para la llamada ingeniería financiera. La posibilidad de diseñar modelos matemáticos y estadísticos complejos en computadoras facilitó la creación de productos

financieros “hechos a la medida” para prácticamente todas las necesidades de los inversionistas. Los especialistas en los métodos cuantitativos aplicados a las finanzas (a los que apodan “quants” en Wall Street) llegaron a creerse capaces de distribuir y minimizar el riesgo de las inversiones mediante la oferta cada vez más amplia de instrumentos derivados. Parece increíble, pero según los especialistas algunos de estos instrumentos son tan complicados que sus propios artífices no los entienden a plenitud.

La combinación de desregulación, innovación e internacionalización en los mercados financieros tal vez no hubiera bastado para crear las condiciones de la crisis de no haberse dado también un período de extraordinaria liquidez en el sistema mundial, empezando por Estados Unidos. Durante varios años, la Reserva Federal mantuvo las tasas de interés a niveles históricamente bajos, creando así un poderoso incentivo para la expansión del crédito. En ese entorno de crédito abundante y barato, los hogares estadounidenses se enfrascaron en una verdadera orgía de endeudamiento, y las instituciones financieras entraron en una competencia frenética por colocar su desbordante liquidez en los nuevos canales de inversión que se iban creando día a día.

La implosión

El comienzo del fin de esta expansión fue el estallido de la burbuja en el mercado de bienes raíces. Las ventas de viviendas en Estados Unidos tuvieron un auge extraordinario en los años anteriores a la crisis, y los precios de las viviendas aumentaron a un ritmo mucho más rápido que el crecimiento de la economía y del ingreso de los hogares. Hacia el tramo final del auge inmobiliario, las instituciones financieras comenzaron a otorgar hipotecas de alto riesgo a clientes de crédito dudoso: las tristemente célebres hipotecas *subprime*.

Cuando la expansión ya estaba llegando a sus límites, las tasas de interés se movieron al alza, impulsadas en parte por la Reserva Federal, que quiso corregir gradualmente la excesiva laxitud monetaria de los años de crédito barato. El alza de los intereses frenó la expansión inmobiliaria y finalmente pinchó la burbuja. Las ventas de vivienda se detuvieron abruptamente, se acumuló un inventario grande de viviendas sin vender, comenzaron a bajar los precios de las viviendas; en fin, se desató una corrección en gran escala. Como parte de esa corrección, se produjo una racha de fracasos de préstamos hipotecarios y las instituciones financieras comenzaron a registrar pérdidas.

Es en este punto que se da la parte más interesante de la historia, así como la más peligrosa y la que todavía no está del todo esclarecida. A lo largo de la expansión, muchas instituciones financieras habían tomado prestado para financiar sus inversiones. En la jerga del mundo financiero, estaban “apalancadas”. El “apalancamiento” produjo una especie de efecto de bola de nieve cuando estas instituciones comenzaron a sufrir pérdidas, amplificando los efectos del viraje negativo en el mercado hipotecario. Los analistas de UBS FS, una de las principales casas financieras del mundo, describen el proceso de la manera siguiente:

“Cuando el impacto de la crisis empezó a extenderse y las pérdidas aumentaron, crecieron bruscamente las necesidades de capital entre las instituciones financieras y se deterioró la liquidez en el mercado. Se creó un círculo vicioso donde las instituciones financieras no podían captar suficiente capital para compensar las amortizaciones y los prestamistas fueron cada vez más selectivos a la hora de ampliar el crédito”.¹

En esta etapa del proceso fue que se dieron los eventos más dramáticos de la crisis: las corridas bancarias que provocaron el fracaso de algunos de los bancos más grandes del mundo. A diferencia de las corridas bancarias que se convirtieron en eventos casi cotidianos durante la Gran Depresión, en este caso no fueron los depositantes comunes y corrientes los que corrieron a los bancos a retirar su dinero, sino que fueron corridas de bancos contra bancos. Unas instituciones comenzaron a retirarle depósitos y créditos a otras instituciones, llevándolas a la insolvencia. Así cayeron algunas de las entidades más venerables de Wall Street.

El cese de los flujos de financiamiento y la amenaza de corridas bancarias llevaron a las instituciones sobrevivientes a tratar de acaparar la liquidez que tenían en sus manos. El resultado fue que se detuvo el crédito, con lo cual se puso a la economía en riesgo de sufrir una caída en picada.

El rescate

La cadena de sucesos alarmantes en Wall Street durante la tercera semana de septiembre no dejaron lugar a dudas de que estaba en riesgo la estabilidad de todo el sistema financiero, y, por lo tanto, la estabilidad de la economía de Estados Unidos en su totalidad. La intervención de las autoridades monetarias no se hizo esperar, y ha sido una intervención que tanto por su escala como por su carácter hubiera sido impensable hace apenas un año.

En momentos en que el sistema financiero está en riesgo por falta de liquidez y/o de capital, la Reserva Federal tiene que asumir una de las funciones más importantes de un banco central: la de proveedor de crédito de última instancia (*lender of last resort*). Esto significa, en pocas palabras, que el banco central tiene que proveerle al sistema la liquidez que necesita, abriendo la “ventana” de descuento para otorgarle préstamos a los bancos comerciales. En esta ocasión, la Reserva Federal ha llevado esa función a extremos nada comunes. No sólo le está prestando a los bancos, sino también a otras instituciones financieras que normalmente no serían elegibles para la ventana de descuento. Más aún, el Tesoro se ha unido a la Reserva en el plan de rescate, con un programa costosísimo dirigido a fortalecer a los bancos en dos dimensiones: una, comprándole los activos devaluados de los que no pueden deshacerse en el propio mercado, y, dos, inyectándole capital directamente mediante la compra de acciones. Esta última medida conlleva la nacionalización parcial y temporera de la banca comercial.

El tema no se agota ahí. La Reserva y el Tesoro han entrado en negociaciones con las autoridades monetarias de Europa y Japón para ejercer acciones coordinadas que permitan poner el crédito a fluir nuevamente en la economía mundial. De ese modo se ha alcanzado un grado de coordinación internacional de la política económica que no se veía desde los tiempos en que se intentó revivir el sistema de Bretton Woods luego de su colapso a principios de los años setenta. De hecho, a principios de noviembre de 2008, los gobiernos de Francia e Inglaterra propusieron que se celebre una conferencia para reorganizar el sistema monetario mundial en una especie de versión revisada de Bretton Woods.

¿Trampa de liquidez?

Como era de esperar, una de las primeras acciones de la Reserva Federal al desatarse la segunda oleada de quiebras financieras en septiembre fue impulsar una baja en las tasas de interés. A finales de octubre de 2008, el objetivo de la Reserva para la tasa de fondos federales se redujo a 1%, y los mercados financieros habían previsto una reducción aún mayor. ¿Por qué la Reserva no fue más agresiva en la reducción de tasas? La contestación parece ser que los autores de la política monetaria temen que la economía estadounidense caiga en una trampa de liquidez, como le ocurrió a Japón en la década de los noventa.

En esencia, se dice que una economía está atrapada en una trampa de liquidez (el concepto es original de Keynes) cuando las tasas de interés ya están tan bajas que no se pueden reducir más y la política monetaria deja de ser efectiva. Eso ocurrió en Japón en la década de los noventa, cuando la tasa de referencia del Banco de Japón se había reducido a cero y la economía seguía sin salir de la recesión en la que se encontraba. A partir de ese momento, el gobierno japonés tuvo que dejar a un lado la política monetaria y comenzar a utilizar la política fiscal, mediante aumentos fuertes del gasto público, como el principal instrumento de reactivación económica.

El renombrado economista Paul Krugman, quien recibió el premio Nobel de economía precisamente en medio de la gran turbulencia financiera, ha dicho que Estados Unidos ya cayó en la trampa de liquidez. Por lo tanto, Krugman le recomendó al nuevo presidente poner en marcha un programa de estímulo fiscal que no escatime en los gastos necesarios para combatir la recesión. En estas condiciones, es posible que por primera vez en muchos años la batuta de la política anti-recesión en Estados Unidos pase de la Reserva Federal al Tesoro y al Congreso.

Efectos en Puerto Rico

En el segundo trimestre del 2009 la economía de Puerto Rico entra en su cuarto año consecutivo de recesión. La recesión criolla se adelantó a la de Estados Unidos por más de dos años. Ante esa realidad, el riesgo de una recesión profunda y severa en la economía estadounidense plantea un escenario sumamente preocupante para la economía puertorriqueña, ya que podría significar que la recesión local no sólo se extienda por uno o dos años más, sino que también se agrave.

Por otro lado, el escenario probable de una política fiscal agresiva en Estados Unidos podría resultar muy favorable para Puerto Rico. Para reactivar la economía puertorriqueña hace falta una inyección fuerte de inversión pública en infraestructura, pero el gobierno de la Isla no tiene los recursos para hacerlo ni puede tomarlos prestados en los mercados de bonos debido al clima de crisis que prevalece en dichos mercados. Una posible salida de ese dilema sería que el gobierno de Estados Unidos aporte una suma grande de fondos para inversión en infraestructura en los 50 estados y que incluya a Puerto Rico en ese programa.

Otro aspecto de la crisis que irónicamente ha sido favorable para Puerto Rico es que al caer en una

recesión la economía mundial en su conjunto se ha producido una baja sensible en los precios de los productos básicos y las materias primas. En particular, los puertorriqueños experimentarán un aumento sustancial de su ingreso real si los precios del petróleo se mantienen por debajo de los \$70 por barril, como estuvieron en el tramo final del 2008.

Por supuesto, también hay efectos desfavorables para Puerto Rico. Además de la represión de la demanda que conlleva el sobreponer la recesión estadounidense a la recesión criolla, parece bastante probable que para mediados del 2009 ya se esté manifestando un aumento sustancial de las tasas de interés. Esto se debe a que la Reserva ha tratado de combatir el tsunami financiero con un tsunami de liquidez y ha vuelto a llevar a la economía a un entorno de tasas de interés insosteniblemente bajas. Ese tsunami de liquidez es como una bomba de tiempo de inflación que la Reserva tendrá que desactivar antes de que estalle. Cuando la peor parte de la crisis se haya superado, habrá que comenzar a recoger el exceso de liquidez que se ha desatado en el sistema para impedir un brote de inflación. (Además, no debe olvidarse que el exceso de liquidez fue una de las causas de la crisis.) Esa operación conlleva elevar las tasas de interés.

Un aumento de las tasas de interés tiene efectos negativos en muchas áreas de la economía puertorriqueña. Además de la industria de la construcción, que ha estado abatida desde comienzos de la década actual, muchos otros sectores de actividad son sensibles al costo del crédito. En particular, un ambiente de intereses altos implica, otras cosas iguales, que se estrecha el margen financiero de las entidades bancarias, con lo cual se puede prolongar el ajuste que se está dando en esta industria desde el año 2005.

Por otro lado, el aumento de los intereses, junto al “blindaje” regulatorio que el gobierno federal tiene previsto para el sistema financiero, especialmente en el mercado hipotecario, significa que el crédito en Puerto Rico no será tan abundante ni tan barato como lo fue hasta el año 2005. No se trata de que no habrá crédito, sino de que las personas y las empresas ya no podrán contar con el “facilismo crediticio” a la hora de manejar sus finanzas y sus negocios.

Efectos en América Latina

El tsunami financiero ha llegado también a las playas de Latinoamérica. Los canales del contagio no han sido tanto las hipotecas *subprime*,

sino las vías usuales de conexión del centro y la periferia, a saber:

- el tipo de cambio y los flujos de capital;
- el crecimiento de las exportaciones; y
- los precios de los productos primarios (los términos de intercambio)

Desde octubre de 2008 se han producido jornadas intensas de presión contra las monedas latinoamericanas, especialmente las de las tres principales economías de la región: Brasil, México y Argentina. A diferencia de otros episodios de inestabilidad cambiaria, en esta ocasión no se trata principalmente de una fuga de capital causada por la pérdida de confianza en las economías latinoamericanas; esta vez el factor principal parece ser el regreso de capitales a Estados Unidos para paliar la falta de liquidez en esa economía. En otras palabras, los capitales no han estado huyendo de América Latina, sino regresando a los bolsillos de sus dueños porque éstos ya no pueden cubrir sus posiciones en su propio país. Algo similar ha ocurrido con los capitales japoneses. El resultado ha sido un relativo fortalecimiento del dólar y el yen cuya contraparte es la depreciación de los pesos (mexicano y argentino) y el real (brasileño).

Además de la inestabilidad cambiaria, que puede degenerar en inestabilidad financiera en las economías latinoamericanas, la recesión de los países del centro (Estados Unidos, Europa y Japón) se puede transferir a los países de la periferia (los de América Latina, entre otros) mediante una reducción de las exportaciones de los últimos a los primeros. De hecho, la economía de China está experimentando una desaceleración abrupta precisamente porque sus exportaciones a los países desarrollados no están creciendo como en años anteriores. En noviembre, el

gobierno de Brasil también anunció una revisión a la baja de su pronóstico de crecimiento económico para el año 2009.

Los países latinoamericanos son particularmente sensibles a los precios mundiales de los productos primarios (materias primas y alimentos), ya que éstos todavía constituyen una fracción elevada de sus exportaciones. Cuando se reducen los precios de estos productos, los países que los exportan sufren una merma de poder adquisitivo frente al resto del mundo (es decir, un deterioro de sus términos de intercambio). Esto es equivalente a una reducción del ingreso nacional real, que se suma al efecto recesivo de la baja en el volumen de las exportaciones.

Para cerrar con un tono optimista, no se debe pasar por alto un aspecto en el cual los países latinoamericanos podrían resultar muy favorecidos. A los países de América Latina—y, en general, a todos los países de la periferia—les conviene que se establezca un orden financiero internacional que sustituya al arreglo de más o menos *laissez faire* que ha prevalecido desde la segunda mitad de los años setenta. Como ha dicho repetidamente la Comisión Económica de las Naciones Unidas para la América Latina y el Caribe (CEPAL), la estabilidad financiera internacional es un bien público global que no se puede proveer al nivel óptimo en la ausencia de una gobernanza sistémica global.

*Catedrático del Departamento de Economía de la UPR-Recinto de Río Piedras.

¹*Que no cunda el pánico*, **Economic Theme**, UBS Wealth Management Research, 10 de octubre de 2008, página 2.