

# Ensayos Económicos

---

## Apuntes de la crisis global

**Barry Eichengreen** La parábola de los ciegos y el elefante

**Axel Leijonhufvud** Una recesión fuera de lo común

**Daniel Heymann** Notas sobre variedades de crisis

**José María Fanelli** La política económica fuera del corredor. Reflexiones sobre la crisis global y la experiencia latinoamericana

**Javier Finkman** El norte desde el sur

**Sebastián Katz** Centro y periferia: la propagación de la crisis a las economías latinoamericanas

**Christian Broda,** El nuevo equilibrio global

**Piero Ghezzi y**

**Eduardo Levy-Yeyati**

**Francesco Giavazzi** La crisis y la demanda mundial, del corto al mediano plazo

**José A. Ocampo Gaviria** Implicaciones de política económica de la inestabilidad financiera actual

**Jorge Carrera** El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional

53

54

**In memoriam Alfredo Canavese**

Pablo Gerchunoff y Daniel Heymann

***“La hipótesis estructural en la teoría de la inflación”***

Alfredo Canavese

Enero - Junio de 2009



# Notas sobre variedades de crisis\*

Por Daniel Heymann\*\*

*La presente crisis económica y financiera está cambiando la vida de gente en el mundo entero. Por lo tanto, impone urgentes exigencias a las políticas económicas. Además, representa un acontecimiento aleccionador que plantea preguntas serias respecto del análisis macroeconómico. Estas notas buscan comentar brevemente rasgos generales de grandes crisis macroeconómicas, y también discutir analíticamente diferencias en función de la naturaleza y la intensidad de las perturbaciones que las generan. Según la profundidad y la difusión de los problemas de solvencia, se identifican esquemáticamente situaciones que diferirían en cuanto a las políticas económicas requeridas para tratar crisis y a los instrumentos (monetarios, fiscales, contractuales) que resultarían efectivos en cada caso para paliar los efectos reales.*

La crisis macroeconómica actual está cambiando la vida de gente en el mundo entero. Por lo tanto, impone urgentes exigencias a las políticas económicas. Además, representa un acontecimiento aleccionador que plantea preguntas serias respecto del análisis macroeconómico. No hubo ningún *shock* externo obvio que provocara el colapso financiero o la recesión económica (y los acontecimientos como la caída de Lehman Brothers no alcanzarían la categoría de “manchas solares” capaces de coordinar un colapso de otro modo evitable). Hubo ciertamente grandes fallas en las políticas económicas, pero ellas ocurrieron en el marco de “instituciones del Primer Mundo”, sin los rasgos idiosincrásicos a los cuales se pudo haber recurrido para tratar de racionalizar las crisis que tuvieron lugar en economías “emergentes”. Sin dudas, existieron engaños y fraudes, pero habrían hecho falta más que unos cuantos Madoffs (o un alto nivel de fragilidad sistemática)

---

\* Estas notas fueron publicadas originalmente en el sitio [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org) el 13 de febrero de 2009. Se agradecen los comentarios de Pablo Gerchunoff y Adrián Ramos. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o las de sus autoridades.

\*\* CEPAL Buenos Aires y Universidad de Buenos Aires.

para hacer temblar a la economía mundial. Con una cierta licencia en la “estilización de los hechos” la pregunta sería cómo una crisis de esta envergadura surgió como desenlace autogenerado por economías con “instituciones que cultivan las mejores prácticas” y sin agentes anormalmente deshonestos o crédulos. Desde una óptica más introspectiva, habría que interrogarse sobre qué clase de aparato analítico permitiría entender mejor las circunstancias económicas actuales y debatir políticas y reformas alternativas.

Todas las crisis son diferentes y, por la naturaleza de esos fenómenos, ello es casi necesariamente así. No obstante, a pesar de sus evidentes particularidades, la presente crisis internacional pertenece a una familia de acontecimientos. Todos comparten rasgos comunes: revisiones a gran escala de las percepciones sobre la riqueza de amplios conjuntos de agentes, y “promesas rotas” generalizadas, en especial manifestadas en incumplimientos de compromisos financieros (Leijonhufvud, 2003; Galiani *et al.* 2003; Heymann, 2008). Estas características son síntomas de errores macroeconómicamente relevantes en los pronósticos. En los auges que derivan en una crisis, solemos encontrar grandes expectativas de prosperidad futura debido a innovaciones tecnológicas o de política (sin embargo, no todas las rápidas expansiones revelaron históricamente haber sido burbujas). Las creencias falsificadas de muchos agentes económicos (aunque no necesariamente de todos los participantes o analistas del mercado) son la marca general de las crisis, al margen de las especificidades de su surgimiento y transmisión. Las políticas monetarias acomodaticias y el desarrollo de activos altamente sofisticados, que funcionaron de hecho como vehículos para evaluaciones erróneas de la riqueza y de los riesgos económicos, fueron factores importantes en la gestación de la burbuja norteamericana, tal como lo fue el déficit público en otros episodios. Pero esos elementos del caso actual no parecen condiciones necesarias o suficientes para generar una burbuja y un colapso. También hubo grandes crisis en economías con políticas monetarias pasivas y sistemas financieros poco sofisticados.

Los altibajos macroeconómicos vienen en diferentes formas y tamaños. Al analizar las políticas anticrisis en un contexto analítico “de segundo mejor”, es necesario identificar la perturbación de la que tenemos que ocuparnos. Las pequeñas fluctuaciones de la actividad real “en torno de una tendencia dada” no modifican demasiado las posiciones de riqueza; las políticas macroeconómicas no necesitan dejar de lado los procedimientos de rutina. En otros casos, y suponiendo que la preferencia por liquidez se expresa como un incremento en la demanda de moneda

nacional, la respuesta apropiada puede ser que el banco central amplíe sus créditos, particularmente a los operadores financieros, si es que se produce un *shock* considerable en las valuaciones de algunos activos, pero los reajustes de la riqueza, las contracciones crediticias y los *defaults* no se propagarían a menos que esos operadores se vean obligados a liquidar posiciones. Con *shocks* más serios, esas políticas serían insuficientes para mantener la demanda agregada si se generaron grandes correcciones hacia abajo de la riqueza y es incierta la solvencia de muchos agentes. Si se presume que la intensidad y difusión de los incumplimientos sobre los pagos de deudas dependen crucialmente de los niveles corrientes de actividad, y no serían demasiado graves en caso que evitara una fuerte recesión, esta configuración requeriría expansiones fiscales tradicionales por medio del gasto público y transferencias a los consumidores con restricciones de liquidez, dando por supuesto que los agentes líquidos están dispuestos a pres-tarle al gobierno.

En crisis más profundas, donde la magnitud y alcance de los errores en las percepciones de riqueza y, consecuentemente, el volumen de deudas impagables son demasiado grandes, los remedios pueden ir más allá de las recetas “keynesianas” tradicionales porque el problema va más allá de una falla “simple” de la demanda efectiva.<sup>1</sup> Imaginemos un escenario contrafáctico en el que los flujos de ingresos del conjunto de agentes –y en especial de los deudores “finales”, es decir los hogares y las empresas– de algún modo se mantienen en los niveles anteriores a la crisis pero aún así muchos deudores siguen siendo insolventes. El conjunto de derechos de propiedad se ha tornado inconsistente. Sostener por el momento la demanda agregada, aunque fuera factible, no resolvería la indeterminación de la posición de riqueza y la falta generalizada de solvencia. Es necesario procesar esas inconsistencias y redefinir de algún modo los derechos de propiedad para poder movilizar los recursos y utilizarlos nuevamente. Este escenario guarda simetría con otro en el cual los derechos de propiedad son confusos debido a conflictos políticos y sociales no resueltos. En el caso de una crisis muy grave, una falla del sistema económico transfiere al terreno político el problema de distribuir las pérdidas de riqueza cuando es imposible hacer cumplir los contratos. No hay soluciones simples para esto. “Dejárselo al mercado”,

---

<sup>1</sup> Véase Koo (2003) sobre Japón. En economías con una demanda limitada de moneda local y deuda pública, la probabilidad de una crisis del peor tipo se potencia una vez que se desgastan los amortiguadores con que cuenta la economía, particularmente en la forma de activos líquidos (como las reservas internacionales). Así, podría haber un efecto corredor en las consecuencias de la actual crisis internacional para los países menos desarrollados.

básicamente a los tribunales de quiebras, sería una posibilidad, pero las partes y los jueces enfrentarían el temible problema de decidir pagos justos y viables en medio de un estado de incertidumbre sistémica y profunda y, mientras la mayoría de los casos aguarda una resolución, la propensión a gastar y prestar difícilmente podría recuperarse con firmeza. La reasignación de las deudas incobrables, por ejemplo transfiriendo la financiación de los bancos al gobierno, les quitaría la carga a los intermediarios pero, más allá de las consideraciones distributivas, la normalización macroeconómica del crédito y de la actividad real dependería de cuándo y cómo se disipe la sombra de una insolvencia generalizada en los agentes no financieros. Y cualquier intervención directa del gobierno en los contratos podría ocasionar fuertes conflictos políticos.

El mundo desarrollado diagnosticó primero una turbulencia no demasiado grave y encapsulada en un segmento del sistema financiero, y luego un *shock* que requeriría expansión fiscal y la absorción de algunos activos bancarios problemáticos por parte del gobierno. Existe la esperanza, aunque no la certeza, de que esto frene la caída de la actividad real y evite la propagación de los *defaults*. Las grandes crisis como ésta enfrentan a las políticas económicas con problemas de decisión difíciles que tendrán consecuencias distributivas y de eficiencia importantes, y cuyos efectos probablemente se harán sentir por un tiempo prolongado. Estas consecuencias adquieren una gran trascendencia internacional que no debería dejar de mencionarse cuando se escribe desde el Cono Sur. Sin embargo, su análisis excede el alcance de estas notas.

## Referencias

**Leijonhufvud, A. (2003)**, "Macroeconomic Crises and the Social Order", Universidad de Trento.

**Galiani, S., D. Heymann y M. Tommasi (2003)**, "Great Expectations and Hard Times: The Argentine Convertibility Plan", Economía (LACEA), primavera.

**Heymann, D. (2008)**, "Macroeconomics of Broken Promises", en R. Farmer (ed.), *Macroeconomics in the Large and the Small*, Elgar.

**Koo, R. (2003)**, *Balance Sheet Recession*, John Wiley.