

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



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

Por José María Fanelli**

Estas notas analizan la crisis internacional utilizando el método de observarla con lentes latinoamericanos. El ejercicio consiste en interpretar algunos hechos clave de la crisis global actual a la luz de lo que sabemos sobre volatilidad, crisis y políticas de estabilización en América Latina. El propósito es exploratorio y se focaliza en aspectos de la crisis que presentan analogías con hechos observados anteriormente en la región. Con este objetivo se presenta un conjunto de hechos estilizados sobre volatilidad, crisis y colapsos en América Latina; se analiza el concepto de “crisis” entendida como interacción entre procesos estocásticos volátiles y estructuras de governance y, por último, se extraen consecuencias para la política de estabilización macroeconómica en países desarrollados en situaciones en que la economía está fuera del corredor de estabilidad, como parece ser el caso en la actualidad. Una conclusión importante es que fuera del corredor las demandas de política macroeconómica pueden ser cualitativamente diferentes, como lo sugiere la experiencia de América latina; una región en la que, por la frecuencia de crisis, es frecuente que aparezcan problemas de sostenibilidad de deuda pública, incertidumbre sobre el efecto de los impulsos fiscales, fallas de coordinación entre políticas y cambios en las reglas de juego.

Introducción

Estas notas se proponen reflexionar sobre la crisis internacional utilizando el método de observarla con lentes latinoamericanos. Más específicamente, el ejercicio

* Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o las de sus autoridades.

** CEDES.

analítico consiste en interpretar algunos hechos clave de la crisis actual a la luz de lo que sabemos sobre volatilidad, crisis y políticas de estabilización en América Latina. El ejercicio no pretende en absoluto ser exhaustivo en el sentido de dar una interpretación global de los eventos en curso; su propósito es exploratorio y se focaliza en aquellos aspectos que presentan analogías con hechos observados anteriormente en la región.

Las notas están divididas en cuatro secciones. En la primera se discuten las cuestiones que motivaron estas notas. En la segunda se presenta un conjunto de hechos estilizados sobre volatilidad, crisis y colapsos en América Latina y se extraen implicancias que son de relevancia para la crisis en los países avanzados. En la tercera sección se analiza el concepto de crisis. El énfasis está puesto en la interacción entre procesos estocásticos y estructuras de *governance* de las transacciones bajo situaciones de alta volatilidad. La última sección comenta las consecuencias del análisis para la política de estabilización macroeconómica en países desarrollados en situaciones en que la economía está fuera del corredor de estabilidad, como parece ser el caso en la actualidad.

I. Las economías desarrolladas fuera del corredor

Los desequilibrios que el mundo desarrollado está experimentando son tan marcados que, seguramente, el período de la “gran moderación” del ciclo que se observó en esos países en las últimas décadas –en coincidencia con el avance de la “segunda globalización”– puede darse por terminado.¹ Esto genera incertidumbre no sólo sobre la evolución de las economías nacionales, que muestran fuertes caídas en el nivel de actividad y aumento del desempleo, sino también sobre el funcionamiento de la economía global en su conjunto.

A diferencia de lo ocurrido en los países ricos durante el período de la “gran moderación”, en los países emergentes ocurrieron repetidas crisis. Esto llevó a que muchos economistas concluyeran que la inestabilidad financiera de orden sistémico y los colapsos productivos eran problemas casi exclusivos de las economías emergentes. Dado que las economías desarrolladas son el núcleo de la globalización, las crisis emergentes no parecían tener entidad para poner

¹ Sobre la “gran moderación” y el “período de globalización” ver Basu y Taylor (1999); Taylor (2002); FMI (2007), capítulo 5.

en juego la estabilidad global. Aun cuando había habido desequilibrios persistentes en economías avanzadas –el ejemplo típico es Japón en los noventa, ver Koo (2003)–, se consideraba que tales economías estaban prácticamente inmunizadas contra las crisis sistémicas y los colapsos gracias a la mayor profundidad de sus mercados financieros, regulaciones financieras de calidad y políticas fiscales y monetarias previsibles. Por supuesto, esta visión no suponía desconocer que la “gran moderación” no había impedido que se produjeran desbalances globales significativos; pero se esperaba que los ajustes se produjeran en un marco de estabilidad internacional.²

Como consecuencia del abrupto final de la “gran moderación” esta visión respecto de los desequilibrios y la estabilidad está cambiando rápidamente. Por ejemplo, el tipo de vocabulario utilizado por el *World Economic Outlook* (FMI, 2009a) para describir la coyuntura en el mundo desarrollado sólo podía encontrarse anteriormente en la sección destinada al mundo emergente. En realidad, en vista de la evolución de algunas variables en el presente –racionamiento agudo del crédito, déficit fiscales por encima de 10% del producto– y su evolución futura –ratios de deuda pública bien por encima del 100% del PBI–, podría decirse, utilizando un concepto popularizado por Leijonhufvud (1981), que las economías avanzadas están transitando senderos que se encuentran fuera del “corredor” de estabilidad en torno al pleno empleo.

La rapidez y determinación con la que los gobiernos recurrieron a políticas de orden discrecional no ha sido menos impactante que los desequilibrios observados (ver, por ejemplo, FMI, 2009b). Durante la “gran moderación” los países desarrollados habían realizado un paciente trabajo de construcción de reglas e instituciones destinadas a acotar la discrecionalidad de las políticas fiscal y monetaria. Esas reglas, sin embargo, no fueron un impedimento para dar respuestas discretionales: se modificaron toda vez que fue necesario. Una vez que estuvo claro que la economía estaba fuera del corredor de estabilidad, el régimen de *inflation targeting* devino en *quantitative easing* (ver FMI, 2009c). Asimismo, la labor de los estabilizadores fiscales automáticos –que antes de la crisis se consideraba suficiente para suavizar el ciclo, ver Auerbach (2002)– fue complementada por estímulos fiscales discretionales de enorme magnitud. En el marco de la crisis, la necesidad de recomponer el crédito y la liquidez pasó a ser un determinante esencial en las decisiones del Banco Central al tiempo que el objetivo de aumentar

² Para una síntesis de las visiones sobre el ajuste ver Eichengreen (2005).

el gasto público para amortiguar el colapso del gasto privado y de las exportaciones dejó en segundo plano la meta de reforzar las finanzas del estado para afrontar problemas futuros, como el envejecimiento poblacional. Así, la política de estabilización financiera pasó a *dominar* a la política monetaria y la política anticíclica pasó a *dominar* a la política de sostenibilidad fiscal.³

El hecho que la crisis llevara a la modificación de reglas de política establecidas presenta analogías con la experiencia de los países emergentes. En Fanelli (2008) hay varios estudios de caso que analizan la forma en que las crisis financieras sistémicas llevan a modificar las reglas de juego; un hecho que sugiere que bajo circunstancias excepcionales las reglas de *governance* tienden a ser endógenamente determinadas por los desequilibrios y no al revés. Además, esto no ocurre solamente con las reglas de política. Es muy frecuente observar que, cuando la economía sale del corredor, se producen situaciones de desequilibrio en las cuales no son las transacciones las que se adaptan a las reglas de juego sino éstas las que se adaptan a las transacciones. Por ejemplo, no son los bancos los que recaudan capital para adaptarse, digamos, a las regulaciones de Basilea, sino que es el banco central (o la tesorería) el que capitaliza a los bancos a través de mecanismos *ad hoc* o amplía el perímetro regulatorio más allá de los alcances de esas regulaciones.

La intensidad de los desequilibrios y de las respuestas de política ha sido tan inesperada que ha dado lugar a lo que puede considerarse un experimento natural: ¿cómo cambia la política macroeconómica y sus reglas de juego si ocurre un *shock* de dimensiones en una economía estable y con un régimen de políticas bien establecido? No parece errado afirmar que la teoría macroeconómica que se estaba utilizando al momento de la crisis para fundamentar la política económica en los países avanzados no estaba particularmente preparada para dar cuenta de este tipo de experimento (Buiter, 2009a). La macroeconomía de la “gran moderación” estaba preocupada por diseñar políticas para lo que ocurría *dentro* y no *fuera* del corredor. Dado lo inesperado del evento y la magnitud del desafío, no sorprende que los economistas de los países desarrollados estén viviendo el momento con intensidad y que ello se refleje en los debates.

Aunque esto es sin duda intelectualmente estimulante para todos, el impacto parece haber sido algo menor entre los economistas latinoamericanos; al menos

³ Sobre el fenómeno de dominancia ver Togo (2007); Blanchard (2004).

a juzgar por la intensidad emocional del debate. Esto no es tan sorprendente si se considera que los economistas latinoamericanos viven en una zona macroeconómicamente sísmica: mientras la “gran moderación” reinaba en las regiones avanzadas, América Latina vivía la crisis de la deuda, la década pérdida de los ochenta, la crisis mexicana, la crisis asiática-rusa-argentina y una fuerte aceleración del crecimiento entre 2003 y 2008.⁴ En América Latina es muy difícil tener la férrea disciplina intelectual que se necesita para focalizar la mente en la pregunta: ¿qué políticas serían óptimas si la economía estuviera siempre dentro del corredor de estabilidad? Por más que se empiece por ahí, siempre se termina investigando qué ocurre con los *sudden stops*, las brechas, el miedo a flotar, el racionamiento de crédito, las políticas fiscales procíclicas, las crisis, las aceleraciones y colapsos del crecimiento y... la dificultad para construir reglas cuando el estado es permeable y las instituciones son débiles. Así, ante el tamaño de los desequilibrios y la recurrencia de fenómenos de inestabilidad, –sin importar si trabajan en el norte o en el sur–, una buena proporción de los investigadores termina dedicando sus esfuerzos a tratar de comprender qué ocurre fuera del corredor. Además, la debilidad institucional unida al hecho de que las crisis cambian endógenamente las reglas de juego, hace que la reflexión macroeconómica nunca esté exenta de una fuerte dosis de economía política.

La dificultad para disciplinar la mente para trabajar sólo con problemas definidos en un entorno del punto de pleno empleo tiene un costo; el *corpus* de teoría sobre la vida económica fuera del corredor, si bien es rico, está algo disperso en todo tipo de fuentes, desde artículos académicos hasta informes de organismos multilaterales. Aún así, para alguien habituado a esta literatura y que observa los problemas macroeconómicos actuales en las economías avanzadas es difícil evitar trazar analogías entre el mundo desarrollado y el emergente ya que, muchos de los fenómenos de inestabilidad y las reacciones de política que estamos observando, tienen cierto parecido de familia con fenómenos observados en las crisis emergentes. Por ejemplo: la facilidad y rapidez con que colapsa la demanda agregada cuando las restricciones de liquidez son significativas; el achicamiento del horizonte temporal de las transacciones acompañada de grosera incertidumbre sobre el precio de los *stocks*; el hecho de que las políticas de estabilización pasen a tener un gran componente de discrecionalidad con la consecuencia de que unas políticas dominan a otras, al margen de las reglas de juego establecidas previamente.

⁴ Para un análisis comprensivo de la volatilidad y las crisis en América Latina ver CEPAL (2008).

Por supuesto que el parecido podría ser sólo artificial, dadas las evidentes diferencias estructurales entre los países emergentes y los desarrollados; diferencias que van desde la profundidad de los mercados hasta la calidad de las instituciones y las políticas. Pero, aún así, podría ser útil realizar el ejercicio analítico de considerar válidas las analogías y argüir que ello se debe a que aún economías estructuralmente distintas muestran rasgos comunes cuando transitan por senderos fuera del corredor de estabilidad.

¿Por qué podría ser útil el ejercicio? Hay dos razones. La primera es que, como se dijo, la disciplina ha dedicado recursos y esfuerzos a comprender las crisis en países emergentes, mientras que en el contexto de la “gran moderación” el interés por analizar los fenómenos de este tipo en los países desarrollados fue mucho menor. Por ejemplo, la hipótesis de que la “gran moderación” se debía a la buena suerte (ausencia de grandes *shocks*) era mucho menos popular que la hipótesis de que por fin se había encontrado un régimen de política monetaria y fiscal capaz de domar los ciclos.⁵ Dada la mayor cantidad de hallazgos recientes sobre volatilidad y crisis referidos al mundo emergente, parece natural preguntarse si lo que hemos aprendido no podría ser de utilidad para comprender mejor lo que está ocurriendo en el mundo desarrollado. Después de tantos años de usar modelos pensados para países desarrollados para conceptualizar los problemas emergentes, parece intelectualmente interesante intentar lo contrario. Sobre todo si se toma en cuenta que las crisis emergentes ocurrieron en el mundo global actual y no en la década del treinta.

En el futuro cercano seguramente se invertirán muchos recursos en investigar cómo funcionan las economías desarrolladas cuando ocurren desequilibrios de magnitud y crisis y es probable que se produzcan hallazgos significativos. Esta es la segunda razón para analizar hasta dónde economías de diferente grado de desarrollo pueden comportarse de manera análoga fuera del corredor. Tener una visión precisa al respecto nos dejaría en mejor posición para evaluar qué nos puede servir y qué no de lo que vaya a descubrirse para el caso de los países más avanzados. Tomando en cuenta la cantidad de errores de política que se cometieron en el pasado por asumir que economías con distinto nivel de desarrollo se comportan de manera similar *dentro* del corredor, parece que la tarea vale la pena.

⁵ Sobre este debate ver, por ejemplo, Stock y Watson (2003); Blanchard y Simon, (2001).

II. América Latina fuera del corredor: seis hechos estilizados sobre volatilidad

Para el período previo a la crisis, es un hecho bien documentado que la volatilidad macroeconómica en los países de América Latina –y los emergentes en general– presenta diferencias significativas con la volatilidad en los países desarrollados. Más específicamente:

1) *Volatilidad del ingreso:*

La volatilidad medida por la varianza de la tasa de crecimiento del producto es alrededor de un 50% más alta en América Latina que en los países de la OCDE. El resultado no cambia cualitativamente si la volatilidad se mide en base a la volatilidad de la brecha del producto (CEPAL, 2008; Catao, 2007; Loayza y Hnatkovska, 2005).

2) *Colapsos, crisis y heteroscedasticidad:*

Los colapsos de crecimiento (crisis) son más frecuentes en la región que en el mundo desarrollado y la volatilidad es más alta en el entorno de los episodios de crisis –i.e. el proceso estocástico es heteroscedástico– (CEPAL, 2008; Goyal y Sahay, 2006; Fanelli, 2008).

3) *Shocks permanentes:*

Los *shocks* de tendencia son una fuente importante de volatilidad y explican una porción mayor de ésta que en los países desarrollados; además, son frecuentes los cambios estructurales (CEPAL, 2008; Aguiar y Gopinath, 2004).

4) *Volatilidad de la demanda agregada:*

La mayor volatilidad afecta tanto al consumo como a la inversión y, además, la volatilidad del consumo es en muchos casos superior a la del ingreso. Como la absorción doméstica es muy volátil también lo es el saldo comercial. Cabe señalar, no obstante, que las exportaciones son significativamente menos volátiles que las importaciones (Aizenman y Pinto, 2004; Fanelli, 2008).

5) *Inestabilidad:*

En la región no es infrecuente que variables clave para la dinámica agregada exhiban comportamientos explosivos. Ejemplos: insostenibilidad de la deuda pública; un patrimonio neto del sistema financiero que tiende a cero, con el apalancamiento consecuentemente tendiendo a infinito; procesos cuasi-hiperinflacionarios (en la década perdida). Este tipo de fenómeno era raro en los países avanzados, aunque se pueden señalar crisis financieras sistémicas, como las ocurridas en Suecia y Japón (Leijonhufvud, 2009; Fanelli, 2008; Easterly, 2000; Heymann, 2007; Claessens, 2004; Aliaga, Jimenez y Tromben, 2009; Perry y otros, 2008).

6) *Governance y equilibrios macroeconómicos:*

La reformulación de las estructuras de *governance* (contratos, derechos de propiedad y regulaciones) juega habitualmente un rol importante en el proceso de ajuste posterior a la ocurrencia de una perturbación; particularmente si la perturbación dio lugar a un colapso productivo o a una crisis. Las modificaciones en la *governance* van desde el cambio de composición del gasto público, la reformulación de contratos laborales y de las reglas de distribución entre gobierno central y subnacionales hasta el refinanciamiento de deudas y reformas en las regulaciones bancarias, los movimientos de capital, el sistema provisional y la estructura tarifaria (CEPAL, 2008; Fanelli, 2007; Fanelli, 2008).

Hay cinco implicancias de estos hechos estilizados que vale la pena comentar en función de nuestro ejercicio analítico:

a) Las economías latinoamericanas tienen una propensión mayor a situarse fuera del corredor de estabilidad que las industrializadas.

Esto es así porque, por un lado, los desequilibrios son más amplios –según el primer hecho estilizado los desvíos del producto tienen más varianza– y, por otro, los colapsos se producen con mayor frecuencia, como lo indica el segundo hecho estilizado.

Si bien estadísticamente un colapso es un desvío anormalmente grande y duradero, los estudios de caso indican que un colapso es mucho más que eso. En una economía que sufre un colapso aparecen problemas distributivos, de liquidez, financieros y de *governance* que son cualitativamente diferentes a los observados

en los casos de desvíos normales. Es justamente debido a esto que los colapsos suelen calificarse de “crisis”. Muchos estudios definen “crisis” de manera cuantitativa como una caída excepcional del nivel de actividad, mayor a una determinada cota. Nuestro ejercicio, no obstante, requiere de una definición más rica de “crisis”. Presentamos más abajo esa definición, luego de discutir una serie de aspectos de los procesos de ajuste fuera del corredor que son necesarios para contextualizar esa definición.

b) La brecha del producto es un indicador mucho menos importante para las respuestas de política anticíclica en América Latina que en el mundo desarrollado.

En el diseño de las respuestas de política en los países avanzados, el *output gap* juega un rol central pero ello no ocurre en la región. Hay dos razones que pueden argüirse. Una primera razón es que medir la brecha del producto no es tarea fácil. Como lo marca el tercer hecho estilizado, los *shocks* de tendencia son una fuente importante de volatilidad y, además, ocurren cambios estructurales. Por lo tanto, para medir el desvío respecto de la tendencia, luego de ocurrido el *shock* hay que averiguar dónde está situada la tendencia. Es decir, hay que averiguar cuánto de transitorio y cuánto de permanente tuvo la perturbación. Si bien hacer esta distinción es difícil en cualquier tipo de economía, en América Latina el problema aparece más seguido por las características de los procesos estocásticos ya apuntadas.

Una segunda razón es que, aun si se pudiera identificar claramente qué desvíos son transitorios quedaría el problema de que esos desvíos no son buenos predictores de las perturbaciones permanentes (o son directamente ortogonales respecto a ellas). Debido a esto, es lógico que los agentes y el gobierno tengan en cuenta otros factores de “vulnerabilidad” a la hora de evaluar la marcha de la economía (ver Edwards, 2007; Kaminsky y otros, 2004; CEPAL, 2008).

Es natural, por lo tanto, que en América Latina, el *output gap* tenga un rol mucho menos protagonista a la hora de discutir el estado de la economía y diseñar las respuestas de política. En el mundo desarrollado, al menos hasta la crisis *subprime*, la brecha del producto tuvo un rol muy relevante en la respuesta monetaria por vía de la regla de Taylor y en la respuesta fiscal, a través de la acción de estabilizadores automáticos como los subsidios de desempleo (Chang, 2007; Blanchard, 2005). En la región, en cambio, la función de respuesta de política de las autoridades da tanta o más relevancia que al *output gap*, a variables como el monto de déficit

fiscal que es posible financiar y la evolución probable del tipo de cambio nominal, la variación de reservas y la tasa de interés real. Asimismo, hay una serie de indicadores adicionales de “vulnerabilidad” tales como el nivel de apalancamiento privado o el descalce de monedas. Esto es lógico en un contexto de alta volatilidad; en un contexto tal, estas variables brindan información adicional a la de la brecha del producto en relación con la probable ocurrencia de un desequilibrio de magnitud; si la brecha del producto tiene poca utilidad en términos de predicción de grandes desequilibrios, sería irracional desperdiciar la información adicional que brindan variables asociadas con factores de vulnerabilidad.

Este hecho es evidente en varios países que han adoptado un régimen de metas de inflación en los últimos años en América latina, cuya implementación práctica tiene ciertas particularidades. Chang (2007) analiza los casos de Perú, México, Colombia y Chile y concluye que la implementación práctica del régimen difiere, en general, de lo que marca el paradigma convencional. En particular, mientras en una versión ortodoxa no hay lugar para la intervención cambiaria o la acumulación de reservas, los bancos centrales de la región sí lo han hecho con el argumento de acumular reservas como una forma de autoseguro ante la posible ocurrencia de *shocks* internacionales o para evitar que una apreciación exagerada de la moneda nacional erosione la competitividad. Las consideraciones sobre la necesidad de preservar la estabilidad de los mercados financieros y los efectos distributivos de las variaciones del tipo de cambio tampoco estuvieron completamente ausentes. La política fiscal, por su lado, tendió a ser procíclica por lo que el *output gap* entró con el signo opuesto en la función de reacción de la política fiscal (Jaimovich y Panizza, 2007; Kaminsky y otros, 2004)

c) La importancia relativamente mayor de los shocks permanentes hace más difícil el proceso de ajuste.

Cuando, como lo señala el tercer hecho estilizado, coexisten perturbaciones estacionarias y permanentes, la economía enfrenta un doble problema: por una parte, adaptar la economía a las nuevas condiciones estructurales creadas por el *shock* permanente y, por otra, independientemente de si lo que sacó a la economía del equilibrio fue un *shock* transitorio o permanente, deberá ajustar ante los desequilibrios transitorios que habitualmente aparecen cuando la economía no está sobre el producto potencial. Cuando se da esta situación, los agentes privados deben “localizar” dónde está la nueva tendencia, corregir sus expectativas, rehacer sus planes, renegociar los contratos en función de ello y, eventualmente, crear o destruir derechos

de propiedad según sea que haya creación o destrucción de riqueza. El gobierno, a su vez, deberá implementar políticas que faciliten la coordinación de planes y deberá aceptar el proceso de adaptación de las estructuras de *governance* a la situación post-*shock*. Para realizar estas tareas correctamente debe estar en condiciones de, por un lado, localizar la tendencia y, por otro, manejar los conflictos distributivos asociados a los cambios en la riqueza y la redefinición de derechos de propiedad y contratos. Heymann (2007) enfatiza que cuando la tendencia cambia abruptamente los problemas de ajuste de corto plazo se agravan por el peso muerto de los errores cometidos al valorar la riqueza esperada.

Lo anterior implica que los *shocks* permanentes pueden ser más difíciles de manejar para el hacedor de política que los transitorios. En particular, la probabilidad de que la economía abandone el corredor de estabilidad y demande políticas de estabilización de inusual magnitud será mayor cuanto: (1) más difícil sea averiguar dónde está la nueva tendencia; (2) más fuerte sea el *shock* permanente y (3) más lento sea el proceso de recontratación y de redefinición de los derechos de propiedad. El hecho que el proceso estocástico que genera la volatilidad muestre heteroscedasticidad en el entorno de los colapsos puede considerarse evidencia en el sentido de que el ajuste es más difícil cuando ocurren eventos extremos.

En realidad, este tipo de fenómeno sólo es un caso particular de un hecho más general que se estudia en Fanelli (2008): la forma en la que una economía ajusta ante un *shock* depende de las características específicas del contexto y dos características esenciales del mismo son: las propiedades del proceso estocástico y las propiedades de las reglas de *governance*. El proceso estocástico determina cómo son los riesgos pero las estructuras de *governance* determinan bajo qué condiciones se pueden intercambiar riesgos e, incluso, si es posible comerciar con riesgos, ya que algunos riesgos no son contratables.⁶ Este punto es central para entender lo que ocurre durante una crisis debido a que tanto las reglas de *governance* como el proceso estocástico cambian durante la misma.

⁶ Por ejemplo, pueden ocurrir los siguientes casos. Primero, que los parámetros del proceso estocástico se conozcan (situación de riesgo) y los mercados sean completos. En ese caso todas las contingencias son contratables. Segundo, que una contingencia sea no contratable pero que los parámetros del proceso estocástico se conozcan; en este caso, los riesgos son asegurables desde el punto de vista de la sociedad, pero no lo son desde el punto de vista del individuo por fallas de las estructuras de *governance* que hacen desaparecer los mercados para asegurar ese riesgo. Cuando hay incertidumbre estricta en el sentido de Knight (1921), en cambio, puede ocurrir que el riesgo sea no contratable porque el proceso que genera los eventos no es conocido ni para el individuo ni para la sociedad. Véase Fanelli (2008).

Una forma de ilustrar esto, muy relevante para la crisis actual, es en base a los cambios en los mercados financieros en el ciclo. Cuando la volatilidad –particularmente la idiosincrásica– aumenta como ocurre en las crisis, los arbitrajistas tienen una tarea más difícil. Un objetivo del negocio de los arbitrajistas es explotar las ganancias asociadas con precios equivocados de los *stocks*. Se asume, no obstante, que los beneficios de la actividad están acotados porque hay una gran cantidad de arbitrajistas, cada uno de los cuales tiene una exposición limitada respecto de cualquier papel con el que transan. Pero Shleifer y Vishny (1995) indican que es poco plausible que haya muchos arbitrajistas muy diversificados ya que los recursos para arbitrar están concentrados en inversores grandes y especializados en pocos activos. Como en un horizonte corto los beneficios de arbitrar son volátiles y ese riesgo no puede cubrirse, en situaciones extremas los arbitrajistas pueden perder mucho dinero y verse obligados a liquidar posiciones. Cuando un arbitrajista se retira del negocio, el arbitraje deviene menos eficiente y ello ocurre en el momento en que más se lo necesita para evitar que los precios se alejen de los fundamentos en un ambiente de incertidumbre. La evidencia empírica muestra, adicionalmente, que la volatilidad puede hacer más difícil la diversificación del riesgo idiosincrásico. Campbell *et al.* (2000) muestran que todos los componentes de la volatilidad (agregada, sectorial y a nivel de la firma) se comportan de manera contracíclica en los Estados Unidos; la volatilidad sube en las recesiones y sus cambios tienden a liderar las variaciones del producto. Esto implica que la posibilidad de manejar los riesgos y confiar en las señales de los mercados financieros varía a través del ciclo y, más específicamente, las fallas de mercado se agudizan en la parte baja del ciclo y, sobre todo, en los períodos de colapso.

d) Las fallas de mercado financiero son fuentes de generación de volatilidad excesiva.

El hecho que la inversión y el consumo sean muy volátiles –como lo marca el tercer hecho estilizado– sugiere que las restricciones de liquidez y, por lo tanto, las fallas de mercado financiero y de gobierno están asociadas con la variabilidad de la demanda agregada. Esto es particularmente así en lo relativo al consumo: si la intermediación financiera funcionara correctamente, el consumo debería ser menos y no más volátil que el ingreso. También sugiere que la política de estabilización del ciclo es poco efectiva. Aún si los agentes estuvieran restringidos por liquidez, los mecanismos de estabilización automática podrían hacer el trabajo de estabilizar la demanda. En particular, el seguro de desempleo y el impuesto a las ganancias podrían jugar este papel, pero ese papel es muy limitado dado

el menor tamaño del estado y la importancia de los mercados de trabajo informales en América Latina.

La mayor volatilidad de la inversión también se relaciona con mecanismos que operan cuando las fallas de mercado financiero son importantes, como el acelerador financiero, flujos de capital procíclicos y *sudden stops* (Calvo y otros, 2006; Fanelli, 2008). El gasto en inversión del sector público, aun cuando se redujo sensiblemente en las últimas décadas, también agrega volatilidad porque suele actuar como variable de ajuste cuando el gobierno enfrenta dificultades para acceder a los mercados de capital.

e) Las políticas de estabilización tienen un componente menor de mecanismos automáticos y mayor de políticas discrecionales y cambios de reglas de juego.

Como lo indica el quinto hecho estilizado, las fluctuaciones agregadas están frecuentemente acompañadas por cambios pronunciados en la sostenibilidad de las deudas pública y externa y en la fragilidad del sistema financiero. En este sentido, la evidencia indica que los vínculos *stock-flujo*; las interrelaciones entre las hojas de balance de los agentes agregados clave y las pérdidas y ganancias de capital son determinantes centrales de la sostenibilidad y la fragilidad financiera y, por ende, de las fluctuaciones macroeconómicas (Fanelli, 2008; Easterly, 2000; Heymann, 2007). Como consecuencia de los efectos en las hojas de balance, pueden darse situaciones de inexistencia de equilibrios debido a que no existe ningún conjunto de precios relativos que haga compatibles los derechos sobre la riqueza que surgen de los contratos con la riqueza existente de hecho.

Cuando existen *shocks* de tendencia o cambios estructurales, es necesario concebir un corredor que se desplaza junto con la tendencia. Y el tamaño del corredor no es invariante respecto de las características de la perturbación. Es fácil señalar ejemplos en los que el tamaño del corredor se reduce significativamente o, incluso colapsa y deviene un conjunto vacío. Esto es, la respuesta de la economía al *shock* es tal que no existe un punto de equilibrio hacia el cual la economía podría converger. Un caso muy importante en el que esto ocurre es cuando la suma del valor presente neto de los activos financieros en manos de los agentes es menor que el valor de la riqueza real que esos activos tienen como contrapartida. En esos casos no existe equilibrio y la dimensión del corredor es cero. Bajo tales circunstancias, como se comenta más abajo, para que exista un equilibrio factible hay que reformular los derechos de propiedad y ello muy difícilmente ocurrirá sin la

intervención del gobierno, como lo muestra la experiencia de los países que experimentaron crisis financieras sistémicas, dentro y fuera de América Latina.

Un ejemplo paradigmático de este tipo de dificultades es el efecto Fisher y lo que más modernamente se han llamado *balance-sheet recessions* (Koo, 2003; Leijonhufvud, 2009). Un ejemplo análogo son las crisis gemelas. En todos los casos las recesiones se alargan y devienen en crisis debido a la dificultad de recomponer las hojas de balance de los bancos y sus deudores luego de que un *shock* (deflacionario o devaluatorio) generó pérdidas y ganancias de capital de magnitud.

Sin embargo, como las sociedades para funcionar necesitan un mínimo de coordinación, los mecanismos que colocan a la economía sobre senderos explosivos o en situaciones de inexistencia de equilibrio terminan tarde o temprano por ser desactivados y la desactivación de esos mecanismos supone usualmente cambios en los contratos y las reglas de juego. La evidencia muestra que redefinir los derechos de propiedad luego del *shock* es penoso y lento y puede dejar a la economía atrapada en un colapso. En este sentido, la duración del colapso es una función directa de la capacidad del gobierno de acelerar el proceso de definición de nuevos derechos de propiedad sobre la riqueza existente. No sorprende, por ello, que el sexto hecho estilizado afirme que las crisis suelen inducir modificaciones en las reglas de *governance*, incluyendo fenómenos de dominancia de políticas del tipo ya comentado.

Sobre la base de estas implicancias de los hechos estilizados que caracterizan a la volatilidad en América Latina, podemos ahora intentar definir mejor la noción de “crisis”.

III. “Crisis”: las estructuras de *governance* fuera del corredor

Hay consenso en que el mundo desarrollado está sufriendo una “crisis” y que un imperativo de la hora es resolver la “crisis”. Pero una dificultad importante para diseñar políticas consistentes con este objetivo es que no se cuenta con una definición sólidamente fundada en la teoría de lo que es una “crisis”. En ausencia de ello en la literatura sólo se utilizan definiciones operacionales basadas en distinguir entre volatilidad “normal” y crisis (ver Aizenman y Pinto, 2005; CEPAL, 2008). Sin embargo, además del elemento esencial constituido por la volatilidad extrema, hay una serie de rasgos que se asocian típicamente con una crisis. En primer lugar, como ya se comentó, en el entorno de la ocurrencia de una crisis

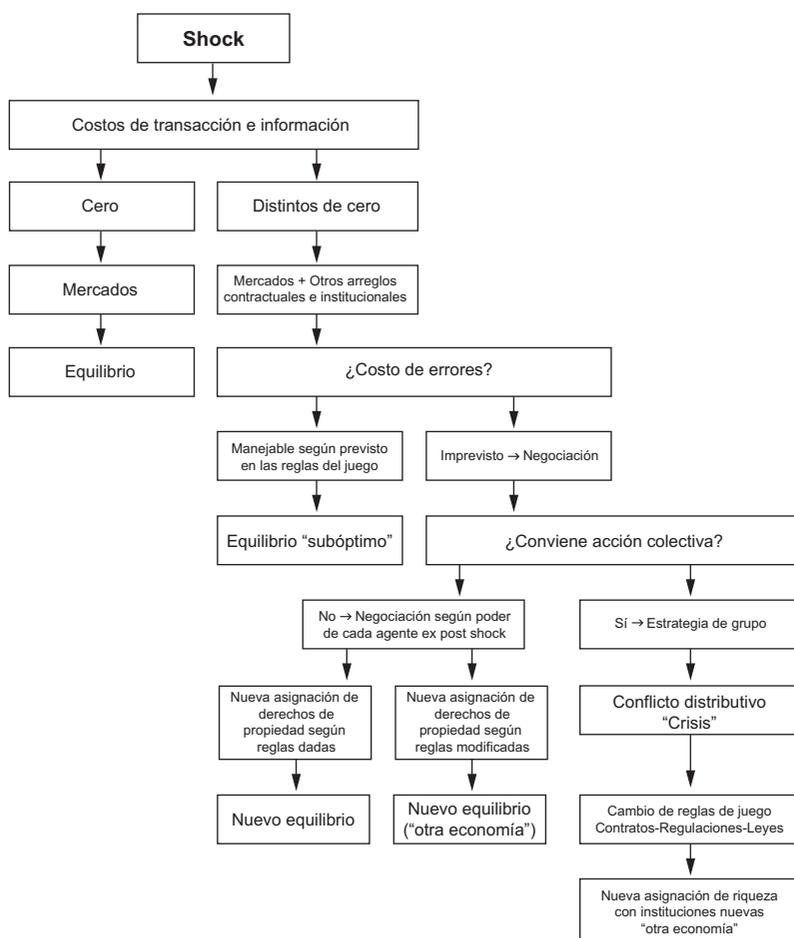
se observan períodos en los que la volatilidad aumenta de manera discontinua (Fanelli, 2008). Segundo, durante esos períodos suelen ocurrir deterioros institucionales y quiebres en las reglas de juego asociadas, sobre todo, con redefiniciones en los derechos de propiedad en el ámbito financiero y del sector público. Al afectar los derechos de propiedad establecidos, las crisis suelen dar lugar a interacciones no esperadas en el corto plazo que son muy difíciles de manejar y que quizás estén detrás de las “explosiones” temporales de volatilidad en el entorno de la crisis. Tercero, la dificultad para manejar las consecuencias de una crisis se asocian con el hecho que las crisis, por ser hechos episódicos y cuya resolución es impredecible, no son contratables y, por lo tanto, no son asegurables (Caballero, 2000). Cuarto, al afectar las instituciones, las crisis inducen fenómenos de *path dependence* que pueden influir en el crecimiento de manera permanente y no sólo transitoria. La literatura sobre cambio institucional enfatiza que las transformaciones en las reglas de juego son responsables de una parte relevante de los efectos de *path dependence* que son propios de la actividad económica (Williamson, 2005). Está claro, en función de esto, que dos elementos esenciales que deben jugar un rol en la definición de crisis son la volatilidad y las estructuras de *governance* en situaciones de *stress*. En relación con esto último, se necesita una definición de crisis que otorgue un rol central a las causas y consecuencias de las rupturas de las reglas de *governance* –en el sentido de Dixit (2006)– que se observan en los procesos de crisis.⁷

En una economía con mercados completos en la que los costos de transacción fueran nulos y donde no hubiera conflictos distributivos, el ajuste de la economía luego de ocurrido un *shock* –sea éste transitorio o permanente– no debería constituir un problema *per se* ya que, o bien las contingencias estarían previstas en los contratos, o bien los contratos se renegociarían de manera instantánea en función de los cambios en el conjunto de información pertinente cuando ocurre una contingencia que no se puede prever (ver Merton y Bodie, 2005). Asimismo,

⁷ Según este autor, “*economic governance is the study of good order and workable arrangements. This includes the institutions and organizations that underpin economic transactions by protecting property rights, enforcing contracts, and organizing collective action to provide the infrastructure of rules, regulations, and information that are needed to lend feasibility or workability to the interactions among different economic actors, individual and corporate. Different economies at different times have used different institutions to perform these functions, with different degrees of success. The field of economic governance studies and compares these different institutions. It includes theoretical models and empirical and case studies of the performance of different institutions under different circumstances, of how they relate to each other, of how they evolve over time, and whether and how transitions from one to another occur as the nature and scope of economic activity and its institutional requirements change*”. Página 2.

si todos los agentes aceptaran pasivamente los efectos del *shock* sobre su ingreso o riqueza –quizá debido a los elevados costos de organizar la acción colectiva– las variables de economía política no jugarían ningún rol (Rodrik, 1996). La volatilidad excesiva no sería un problema y el nivel observado de volatilidad sería el óptimo. Los hechos estilizados que hemos estado discutiendo sobre el comportamiento de la economía fuera del corredor indican, sin embargo, que los procesos de ajuste post-*shock* están plagados de situaciones de recontractaciones conflictivas –o, directamente, compulsivas– y conflictos distributivos por cambios en precios relativos. El siguiente diagrama resume los elementos involucrados y puede ser útil para ordenar la discusión de más abajo.

Diagrama 1



Como se ve, los mecanismos que operan en el ajuste post-*shock* son muy variados. En el caso particular de las *balance-sheet recessions* del tipo que parece estar afectando a los países ricos, la interacción entre *shocks* y derechos de propiedad suele ser central. Nos centraremos, por lo tanto, en tal interacción. Resaltaremos tres cuestiones: si el *shock* es transitorio o permanente, si la distribución de probabilidad es conocida y si el grado de conflictividad en la negociación post-*shock* es alta o baja.

Shock permanente o transitorio:

Como los *shocks* positivos permanentes generan riqueza *nueva*, es necesario definir los derechos de propiedad sobre esa riqueza. De igual manera, si un *shock* negativo destruye riqueza, será necesario que los derechos se extingan. El proceso de generación y extinción de derechos de propiedad puede dar lugar a problemas de apropiabilidad. Si bien la definición y resguardo de los derechos de propiedad es siempre costosa porque hay que estructurar las instituciones necesarias para tal fin, los problemas pueden ser más o menos agudos dependiendo de las características de los *shocks* y de cuán preparadas estén las instituciones y los mecanismos de *governance* para un *shock* u otro. No hay por qué conjeturar que una institución que funciona bien bajo ciertas circunstancias, lo hará también en otras.

El cambio en la riqueza puede ser de magnitud muy diferente dependiendo de las propiedades del *shock* permanente. Se espera que una pulsión de aumento del crecimiento que dure dos años cambie el nivel del PBI y, por ende, de la riqueza de la sociedad en una magnitud menor que un *shock* que acelere el crecimiento, del tipo de los estudiados por Hausmann *et al.* (2004). Por ejemplo, una reforma institucional exitosa aumentaría la *tasa* de crecimiento del flujo de ingresos, con el consiguiente salto en el valor de la riqueza. El *fruto* de la reforma sería la diferencia entre el valor de la riqueza social antes y después de ella. Lo mismo ocurriría con una política anticrisis que logre sacar a la economía de una trampa de liquidez.

Un *shock* cíclico transitorio, como no cambia la riqueza a largo plazo, sólo debería dar lugar a reducidos problemas de apropiabilidad. Si es correctamente anticipado en un marco de mercados sin imperfecciones no debería afectar el consumo o el patrimonio de los agentes. En un contexto de mercados financieros y de trabajo imperfectos cambiaría, básicamente, la situación de liquidez de los agentes y podría afectar quizá, por esa vía, su posición de solvencia o su capacidad para

acumular capital físico o humano, con consecuencias permanentes. Justamente, estas pérdidas son las que hacen que la volatilidad, aun de corto plazo, afecte el crecimiento. Pero nótese que los agentes estarían en condiciones de anticipar de cuánto serían estas pérdidas de riqueza en promedio si conocen la distribución de probabilidad de los *shocks* transitorios. También sería posible en principio calcular cuánto puede ganarse eliminando la volatilidad cíclica excesiva.

Grado de conocimiento de la distribución de probabilidad:

Una segunda cuestión es si la distribución de probabilidad del *shock* se conoce. Independientemente de si los *shocks* son permanentes o transitorios, es de esperar que los *shocks* “usuales” (es decir, aquellos cuya distribución de probabilidad se conoce) sean los menos conflictivos. Si la distribución de probabilidad del *shock* –condicional al conjunto de información existente al tomar la decisión– se conoce con relativa precisión es más fácil formar expectativas y, probablemente, los derechos de propiedad en la situación post-*shock* estarán bastante bien definidos. En el caso de los *shocks* transitorios sobre la tasa de crecimiento será posible conocer, por ejemplo, la covarianza condicional entre estos *shocks* y otros de relevancia incluyendo los que ocurren en otros países, de forma de poder diversificar riesgos. Si los mercados funcionaran relativamente bien, sería posible utilizar la información existente para organizar mercados de seguros. Si hiciera falta intervenir debido a fallas de mercado, las políticas anticíclicas se podrían diseñar sobre la base del conocimiento de la matriz que gobierna los comovimientos entre las variables relevantes. Obviamente, si los mercados funcionan mal o las políticas públicas están sujetas a intereses particulares, la ventaja de conocer las distribuciones de probabilidad se disipa y aumenta la probabilidad de que existan transferencias de riqueza y de ingreso que el agente o el sector público evitarían en caso de poder hacerlo. Por ejemplo, las fallas en los mercados internacionales de capital impiden que los países puedan utilizarlos para lograr una mayor diversificación de los riesgos (Athanasoulis y otros, 1999).

Cuando los *shocks* son episodios únicos, en cambio, pueden ser más conflictivos porque es mucho más probable que los derechos de propiedad no estén bien definidos para tales contingencias debido a que es más difícil formar expectativas sobre hechos que son únicos o sólo ocurren de manera episódica y es en consecuencia más difícil estructurar mercados que sean útiles para cubrirse de esas contingencias. Se puede esperar, como una regla práctica, que las transferencias de ingreso y riqueza no esperadas asociadas con estos *shocks* sean más significativas.

Intensidad del conflicto y acción colectiva:

El tamaño de las transferencias no esperadas de riqueza e ingreso producidas por un *shock* no son neutrales en relación con la probabilidad e intensidad de los conflictos. Es razonable esperar que los conflictos y los costos de negociación estén, *ceteris paribus*, en concordancia con tal tamaño. Si lo que está en juego es el valor presente de un flujo permanente de ingresos futuros es doble esperar que un agente racional actúe de manera distinta a lo que haría si se trata de una disminución que afecta su bienestar de forma sólo temporal. Dados los costos fijos de organizar la acción colectiva, cuanto mayor la pérdida o ganancia esperada, mayor la probabilidad que se organice el grupo de presión. Además, es posible que haya efectos de *path-dependence*. Una vez que un grupo incurrió en los costos de organizarse para presionar, probablemente utilizará su capacidad de presión para negociar en los *shocks* subsiguientes. De esta forma, el grado de conflicto distributivo no es independiente de la historia de inestabilidad anterior. Este punto merece destacarse en el caso de la región ya que el pasado de inestabilidad puede aumentar el costo de intentos futuros por reformar las políticas anticíclicas o mejorar la política fiscal instituyendo normas de responsabilidad como topes al déficit o la deuda pública. El análisis de los procesos de reforma muestra muchos ejemplos en este sentido. Uno paradigmático fue el repetido uso del arma de la consulta popular por los grupos antiprivatización en el Uruguay (ver Forteza y otros, 2007). Una dificultad sistemática para solucionar conflictos puede dar lugar a síndromes del tipo de la “maldición de los recursos naturales”, el populismo o la “enfermedad holandesa” (ver Arezki y van der Ploeg, 2007).

En función de estos elementos conceptuales, se puede definir “crisis” como una situación en la cual:

- Dados los derechos de propiedad y los contratos existentes los agentes perciben que el equilibrio macroeconómico no existe –porque la riqueza es menor que los derechos definidos sobre la misma– o, si tal equilibrio existe, es inalcanzable porque la reacción de los agentes aleja a la economía del mismo. Por lo tanto, los agentes perciben que no existe ningún conjunto de precios relativos que pueda poner nuevamente a la economía dentro del corredor de estabilidad.
- Los agentes anticipan que para restablecer un equilibrio factible, la *polity* implementará redefiniciones de contratos y de derechos de propiedad de forma tal de

restablecer la creencia de que hay un nuevo equilibrio macroeconómico que existe y es estable. Por lo tanto, un objetivo central de las decisiones financieras individuales pasa a ser el de proteger la riqueza personal durante el proceso de redefinición de contratos y derechos de propiedad.

- Los agentes perciben que quienes encuentren la forma de proteger su riqueza, no sólo evitarán pagar la crisis sino que se beneficiarán con las enormes oportunidades de ganancia que aparecerán con posterioridad en una economía que tiene los precios desarbitrados en los mercados de futuro debido a la incertidumbre, el mal funcionamiento de los mercados de capital y las restricciones de liquidez.

De esta definición de crisis se sigue una consecuencia esencial: para sacar a la economía de la recesión y recomponer el gasto es fundamental terminar el proceso de redefinición de los derechos de propiedad. En el caso de una recesión de hoja de balance o una crisis gemela, esto quiere decir terminar el proceso de consolidación de la hoja de balance del sistema bancario y sus deudores insolventes o ilíquidos. Por supuesto, los métodos para hacerlo son numerosos y dependen en gran medida de los determinantes de la acción colectiva, incluyendo la ideología (Denzau y North, 1994). Dos vías alternativas son, digamos, la sueca: nacionalizar y reprivatizar, y la argentina: devaluar y pesificar. Como este proceso incluye elementos que pueden ofender la noción de equidad de la sociedad y normas compulsivas, los roles de la ideología y la política no son menores.

La forma de reactivar la demanda efectiva es crear la certeza de que el proceso de cambio en los derechos de propiedad ha llegado a su fin, de forma que quienes están líquidos y tienen riqueza comiencen a gastar. Nótese que aumentar el gasto o reducir los impuestos puede llevar a un resultado opuesto al buscado si la política “anticíclica” debilita la posición financiera del estado, ya que ello podría levantar la sospecha de que habrá otra ronda de redistribución de riqueza, esta vez para recomponer la posición financiera del estado. Esto es lo que explica la paradoja observada de manera repetida en América Latina: la economía “rebota” en un contexto de aumento del superávit fiscal debido a que el sector privado decide gastar sólo cuando percibe que se reduce la probabilidad de que el Estado recurra a “expropiaciones” con el propósito de recomponer sus finanzas. Esta visión es también compatible con el efecto ave Fénix (Calvo y otros, 2006): la economía se reactiva sin crédito debido a que los agentes que estaban con exceso

de liquidez (probablemente en activos externos) para resguardar su riqueza comienzan a gastar. Si tomamos en cuenta que los agentes suelen proteger su riqueza colocándola en el exterior esto es también compatible con el hecho que los flujos de capital se comportan de manera procíclica en América Latina.

Nótese que, en este contexto, la noción de “hacer política de estabilización” cambia radicalmente. En América Latina la interpretación de “estabilizar” en el sentido de suavizar el ciclo sólo se utiliza en tiempos normales; cuando la economía se mueve dentro del corredor. Cuando ocurre una perturbación suficientemente grande y/o los mecanismos de propagación del *shock* desestabilizan “automáticamente” a la economía amenazando con ponerla en un sendero explosivo o de inexistencia de equilibrio, la interpretación de tiempos normales se deja con naturalidad de lado. Esto ocurre, habitualmente, cuando la deuda pública evoluciona de forma de tornarse impagable o el sistema financiero pasa a tener patrimonio neto negativo. Si la economía viola la condición de transversalidad y avanza por un sendero explosivo, sin aviso previo, política de estabilización pasa a querer decir política de “ajuste” macroeconómico: es necesario reformar algún parámetro de la economía (presión tributaria, eliminación de programas de gasto público en marcha, derechos de propiedad financiera, etc.) a los efectos de desactivar los mecanismos explosivos. Por supuesto, como el mundo desarrollado vive hoy tiempos anormales, existe en la actualidad un mayor interés por comprender los desafíos de política asociados con la estabilización interpretada en este segundo sentido (ver, por ejemplo, Spilimbergo *et al.*, 2008). Un primer paso obligado, entonces, debería ser el de definir con mayor precisión el uso del verbo “estabilizar” en el contexto de la política anticíclica ya que tal interpretación altera de manera esencial el contenido de las políticas.

En función de esto, en Fanelli y Jiménez (2009) se define que la *función de estabilización* de la política macroeconómica tiene los siguientes componentes:

- **Políticas anticíclicas** en sentido estricto, que están orientadas a lidiar con el ciclo entendido como desvíos temporales respecto de la tendencia existente;
- **Políticas de ajuste macroeconómico** que manejan las consecuencias de *shocks* permanentes mediante cambios de reglas y pueden, también, tener como objetivo reducir estructuralmente la volatilidad excesiva o (en caso de equilibrios múltiples) coordinar las decisiones de forma de colocar a la economía en un equilibrio que es juzgado superior a otro;

- **Políticas anticrisis**, cuyo objetivo puede ser o bien corregir el rumbo de una economía que se encuentra (o amenaza con encontrarse) sobre un sendero inestable o corregir situaciones de inexistencia de equilibrio.

IV. La política de estabilización fuera del corredor: los desafíos en el mundo desarrollado

Hemos discutido los hechos estilizados de la volatilidad en América Latina, comentado sus implicancias y definido “crisis”. Si observamos las economías desarrolladas a partir de las conclusiones que sacamos, ¿qué vemos? Una advertencia antes de leer lo que sigue: es importante tener en mente de manera permanente las enormes diferencias estructurales con el mundo desarrollado. Como se indicó más arriba, las analogías que se discuten pretenden sólo ser un ejercicio intelectual para llamar la atención sobre algunas dimensiones de los desequilibrios asociados con crisis.

1) Volatilidad del ingreso:

Habrá que esperar algunos años para saber si la volatilidad va a ser permanentemente más alta en el período postcrisis en los países desarrollados y saber, así, si el colapso fue sólo un doloroso paréntesis en la “gran moderación” o un cambio permanente.

2) Colapsos, crisis y heteroscedasticidad:

Tampoco se puede saber si los colapsos y crisis serán más frecuentes. Sí es evidente, en cambio, que varias economías están sufriendo colapsos productivos asociados con crisis financieras sistémicas. También se puede conjeturar que la evolución de las principales variables macroeconómicas mostrará mayor volatilidad en el futuro cercano, reproduciendo el fenómeno de heteroscedasticidad observado en América Latina. Es indudable que esta mayor volatilidad estará asociada a la desorganización de los mercados financieros en la crisis, desorganización que podrá sólo paulatinamente ser subsanada. Mientras tanto, al igual que en el mundo emergente habrá desarbitraje de precios intertemporales, con fluctuaciones marcadas en el precio de los activos. La incertidumbre sobre derechos de propiedad también influirá. Hoy se expresa como huida a la calidad y agudización del *home bias* (ver FMI, 2009c). La gran diferencia con América Latina es que esta

situación no ha configurado aún situaciones generalizadas de *sudden stop* o racionamiento del crédito al sector público. Esto, sin dudas, amplía significativamente el espacio para hacer política de estabilización.

3) *Shocks permanentes*:

Una parte de las perturbaciones actuales tendrá, sin duda, efectos permanentes. El colapso productivo actual tiene efectos fuertes en términos de destrucción de riqueza y cambios en la distribución de derechos de propiedad sobre los activos existentes. Esto se refleja muy claramente en lo atinente a hogares y bancos en países como Irlanda, España, Islandia o Estados Unidos (ver FMI, 2009c).

Una segunda fuente de *shocks* permanentes son los cambios en la productividad relativa y, por ende, la competitividad y los precios relativos en la economía internacional, cuyo indicador más evidente son los persistentes desbalances globales (ejemplo: Asia vs. Estados Unidos, ver Eichengreen, 2005). Las perturbaciones que genera este proceso se están reflejando en cambios permanentes no sólo en las estructuras productivas de cada país sino, también, en la distribución del ingreso y, sobre todo, de la riqueza dentro de cada economía nacional. Por ejemplo, los accionistas de Chrysler serán perdedores netos y esto representa un *shock* permanente sobre su riqueza. Obviamente, también habrá ganadores netos en el nuevo perfil de ventajas comparativas del futuro, quienes serán los encargados de gastar y sacar a la economía del colapso actual. Pero para que ello ocurra deben tener en claro que podrán apropiarse de los frutos de su inversión, un problema conocido en América Latina (Hausmann y otros, 2004). Este problema no ha sido relevante, hasta ahora, en el mundo desarrollado por la mejor calidad institucional. Pero vale la pena indicar que no hemos visto esas instituciones funcionando fuera del corredor, donde los problemas de incertidumbre sobre la apropiación suelen multiplicarse exponencialmente. Nótese que éste no es un problema binario sino de grado: el punto es cuántos puntos básicos le agrega la incertidumbre al costo del capital, por cuánto tiempo y en qué sectores.

Una tercera forma de irreversibilidad de las perturbaciones se observará en el sistema financiero. Los cambios en la estructura de *governance* son muy marcados y es difícil pensar que no habrá efectos irreversibles ante los cambios en la propiedad (incluyendo la mayor participación pública), las regulaciones y el tipo de

contratos que son factibles. Como regla, los países que sufrieron crisis financieras experimentaron una caída en el nivel de *financial deepening* por un período (Fanelli, 2008).

4) *Volatilidad de la demanda agregada:*

Hemos señalado que la volatilidad del consumo y de la inversión en América Latina se relaciona con fallas en los mercados financieros. Como la calidad de la intermediación se redujo en el mundo desarrollado, no habría que descartar la hipótesis de que habrá mayor volatilidad en los componentes de la demanda agregada por un período. *Ceteris paribus*, cuanto menor el tamaño y la liquidez de los mercados, mayor la importancia del “acelerador financiero”. Este argumento, no obstante, debe contrapesarse con el hecho de que las políticas fiscales y monetarias en los países avanzados no son procíclicas como en nuestra región y ello será un contrapeso fundamental para suavizar las fluctuaciones en el gasto.

Otro punto es probablemente relevante para el caso de la inversión. El período *post-shock* requerirá, sin duda, de sustanciales reasignaciones de recursos entre sectores. La literatura sobre desarrollo financiero enfatiza que la intermediación financiera tiene un rol a jugar en la reasignación de recursos y la innovación (Levine, 2007) y, en el caso de varios países desarrollados pasará un tiempo hasta que el sistema financiero recupere su nivel de eficiencia. Es difícil saber cuál será el impacto cuantitativo, pero hay que tener en cuenta que redistribución de la riqueza implica redistribución del *colateral* y, con imperfecciones más marcadas en el mercado de crédito, ello implica redistribución de la capacidad de tomar crédito. Una pregunta válida es, ¿cómo será afectada la recuperación si un número de agentes con proyectos de inversión para aprovechar las nuevas oportunidades abiertas por la crisis quedan por un cierto período racionados en el mercado de crédito, como es frecuente en el mundo emergente?

5) *Inestabilidad:*

Hay dos puntos a remarcar. Primero, que las políticas fiscales expansivas afecten seriamente la sostenibilidad de la deuda pública, como es el temor de muchos analistas. Segundo, que los problemas de economía política impidan dar solución al problema de terminar con la reformulación de los derechos de propiedad, de forma tal que siga existiendo el problema de hojas de balance no creíbles en los bancos y familias sobre-endeudadas que restringen su gasto.

6) *Governance y equilibrios macroeconómicos:*

En este punto hay coincidencia muy fuerte con la experiencia latinoamericana. No parece posible que la crisis quede atrás sin cambiar las reglas de juego para: redefinir los derechos de propiedad en el sector financiero y productivo y establecer regulaciones que convenzan al sector privado de que vale la pena comprometerse con el futuro (*i.e.* realizar las ganancias potenciales de una economía desarbitrada intertemporalmente y con oportunidades nuevas de inversión abiertas por la crisis). Este proceso será más largo y más penoso cuanto más se tarde en concluir con la limpieza de la hoja de balance de los bancos y de las familias. Se puede anticipar que, cuanto mayor la percepción del sector privado sobre posible inestabilidad futura –debida a la deuda pública o las hojas de balance privadas– mayor será la duración de la crisis y la probabilidad de ser afectado por el síndrome de Japón.

En suma, cuando se pasa revista de estas analogías y diferencias, una conclusión que surge claramente es que los gobiernos de los países desarrollados necesitarán estabilizar la economía en el sentido de ajustarla y no sólo en el sentido de hacer política anticíclica para eliminar desvíos transitorios respecto de la tendencia. Como las reglas y los instrumentos de política de estabilización de la “gran moderación” no estaban preparados para esta tarea, las autoridades enfrentan el desafío de hacer política en la *terra* en gran medida *incognita* que se encuentra más allá del corredor. Concluimos nuestras reflexiones con algunas consideraciones sobre estos desafíos.⁸

El primer punto es que, cuando se producen perturbaciones de tamaño y características excepcionales se incrementa **la incertidumbre sobre los efectos de las políticas fiscales de estabilización**. Como surge de Spilimbergo *et al.* (2008) los hacedores de política tienen hoy incertidumbre respecto de algo tan esencial para el cálculo del estímulo fiscal necesario como es el valor del multiplicador asociado a ese impulso. Por un lado, las estimaciones existentes sobre el valor del multiplicador en condiciones normales difieren significativamente y, por otro, no está claro si el valor del multiplicador calculado bajo tales condiciones es invariable a *shocks* y respuestas fiscales de la magnitud de los que se observan en la actualidad (ver Spilimbergo *et al.*, 2008).

⁸ Estas consideraciones se basan en Fanelli y Jiménez (2009).

El segundo punto es que en una situación de crisis aumenta exponencialmente la demanda de **coordinación de políticas**, lo que en buena medida se debe a que aumenta la competencia entre políticas por el uso de recursos e instrumentos. Esto es particularmente cierto respecto de la coordinación de la política fiscal anticíclica con las políticas monetaria, de deuda pública y de manejo de la crisis financiera (Togo, 2007). El fisco está destinando ingentes recursos fiscales a estabilizar el sistema bancario y a estimular la economía y, como consecuencia, el déficit fiscal y la relación deuda/producto aumentarán por encima de las metas *pre-shock*. De esta forma, la política anticrisis puede estar *dominando* los objetivos de la política de mantener la sostenibilidad de la deuda y, adicionalmente, pone rígidos límites al espacio de política fiscal que tendrán futuros gobiernos a su disposición. Estas acciones fiscales anticíclicas pueden también estar dominando los objetivos de política monetaria. Muchos analistas sugieren que el aumento significativo de la oferta de base monetaria y del gasto público llevará en el futuro a una fuerte aceleración inflacionaria. Esto es, el pasaje del *inflation targeting* al *quantitative easing* no sería otra cosa que el nombre dado a la dominación que ejerce la política anticíclica sobre los objetivos de inflación. Obviamente, actuar en el corto plazo para evitar que la economía caiga en una trampa de alto desempleo parece lo correcto, pero es innegable que esto hará más difícil coordinar la política fiscal con la monetaria y de deuda pública en el futuro.

El tercer punto se relaciona con el rol crítico que juega la **sostenibilidad de la deuda** pública cuando un *shock* es de magnitud desusada. Los efectos cuantitativos de los estímulos fiscales que están siendo implementados son altamente dependientes de cómo evolucionen los mercados financieros y la incertidumbre. Esto se refleja particularmente en la discusión respecto del nivel sostenible de la deuda pública. Muchos analistas afirman que un impulso fiscal de gran tamaño –adicionado a los enormes recursos que está requiriendo la estabilización del sistema bancario– podría colocar la relación deuda pública/producto en un sendero de sostenibilidad dudosa.⁹ Esto genera una situación algo paradójica que es, por sí misma, una fuente de incertidumbre. En efecto, dada la política fiscal, el cálculo del nivel sostenible de deuda requiere conocer cuáles son las tasas de interés y de crecimiento de largo plazo. Pero esas tasas sólo se conocerán una vez que

⁹ Para una visión que enfatiza la cuestión de la deuda y su coordinación con otras políticas o regímenes ver, por ejemplo, Cochrane (2003). Este autor ha insistido mucho sobre la cuestión de si son efectivas las políticas fiscales en el debate actual. La visión alternativa está representada por el Staff del FMI, ver por ejemplo, Departamento de Asuntos Fiscales FMI (2009); Freedman *et al.* (2009). Ver también la discusión sobre sostenibilidad de la deuda en Buiter (2009b).

la economía se establezca en torno a un nuevo equilibrio post-*shock*.¹⁰ De esta forma, los intentos de corto plazo por estabilizar la economía y reactivar el gasto privado dependen de que los agentes económicos asuman que el crecimiento de la deuda pública no es insostenible. Esto es, para que los agentes inviertan y se comprometan con el largo plazo, debe estar claro que existe un nuevo equilibrio estable hacia el cual la economía convergerá. Pero es justamente la dificultad que tienen los agentes para percibir hacia dónde se dirige la economía lo que crea incertidumbre, retrae el gasto y amenaza coordinar las expectativas en un equilibrio “malo”, similar a la trampa de liquidez. La evidencia del mundo emergente indica, por otra parte, que utilizar estímulos fiscales es más difícil cuanto más endeudado está el sector público, mayores los recursos que hay que destinar a mantener la estabilidad bancaria y menores son los grados de autonomía monetaria para resistir una salida masiva de capitales.

El cuarto punto es que las medidas fiscales de estabilización se están implementando conjuntamente con iniciativas no meramente anticíclicas que suponen **reformas importantes en las estructuras de governance** (contratos, regulaciones). Una condición necesaria para coordinar las expectativas en un equilibrio fuera de la trampa de alto desempleo es que el sistema financiero no se desplome y que la producción no colapse. Para ello los gobiernos se han comprometido bastante explícitamente en una política de salvar al que es demasiado grande para caer, lo cual implicó la reformulación *ex post* de regulaciones y contratos. Un efecto colateral de esta reformulación de los mecanismos de *governance* es el aumento de los problemas de riesgo moral y en la percepción de que las reglas de juego son inestables. Esto implica que la necesidad de estabilizar la economía está *dominando* al objetivo de estabilidad de las instituciones económicas, lo cual afecta los incentivos para invertir. No está claro que en un ambiente así los estímulos fiscales y de otro tipo tendrán efectos sobre el gasto privado similares a los que tendrían bajo circunstancias normales. Esto es particularmente así en los países de menor tamaño más afectados por la crisis.

El quinto y último punto se refiere a cómo puede afectar a la política fiscal estabilizadora la dinámica de **economía política** de la crisis. Ya se dijo que para coordinar las expectativas en un equilibrio de pleno empleo y no en una trampa de alto desempleo, el gobierno –sobre todo si el país es de menor tamaño– debe

¹⁰ Esto es particularmente así si tomamos en cuenta que algunas consecuencias de la crisis serán irreversibles y, por lo tanto, afectarán el crecimiento y los rendimientos de largo plazo.

dar señales claras de que la deuda pública es sostenible y que la reformulación de derechos de propiedad terminó en una situación en la que los derechos definidos sobre la riqueza existente son consistente con la riqueza que existe. La señal más contundente que puede darse en este sentido es que se aumentará la recaudación en el futuro para servir la deuda. Esto crea un problema de economía política: si un inversor privado tiene hoy un buen proyecto y liquidez para realizarlo, ¿por qué invertir y señalarle al gobierno su capacidad de generar beneficios sabiendo que las restricciones de economía política llevarán con alta probabilidad en el futuro a que el gobierno aumente la presión tributaria sobre quienes demuestran haber ganado y no perdido con la crisis? Esta expectativa de “apropiación futura de beneficios privados” deprime la inversión y dificulta coordinar las expectativas en el equilibrio “bueno”. Un problema similar de apropiabilidad está asociado con la inseguridad de las reglas de juego y el riesgo moral relacionado con el salvataje financiero. Por supuesto, esto no implica que la economía estará imposibilitada de coordinarse en un equilibrio fuera de la trampa. Pero sí implica que los empresarios requerirán una tasa de beneficio más alta para invertir (al tomar en cuenta el riesgo mayor en un clima institucional enrarecido) y ello retrasará la reactivación.

En suma, esperamos que este ejercicio analítico sobre volatilidad y crisis haya sido de alguna utilidad para mostrar que los problemas que la política de estabilización debe enfrentar fuera del corredor pueden ser cualitativamente diferentes y tratar de sacar provecho de la familiaridad con los problemas macroeconómicos de América latina, donde por la frecuencia de las crisis es normal que aparezcan los problemas de sostenibilidad de deuda pública, incertidumbre sobre el efecto de los impulsos fiscales, fallas de coordinación entre políticas y cambios en las reglas de juego y en la propiedad como consecuencia del ajuste macroeconómico y las presiones de los conflictos distributivos.

Referencias

Aizenman, J. y B. Pinto (eds.) (2004), *Managing Volatility and Crisis. An Practitioner's Guide*. Banco Mundial. <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/mv/mvcguide.html>

Aguiar, M. y G. Gopinath (2004), "Emerging Market Business Cycles: The Cycle is the Trend", NBER, documento de trabajo 10734.

Aliaga, Jiménez y Tromben (2009), "Dinámica de la deuda pública en América Latina", *mimeo*, CEPAL, Santiago de Chile

Arezki, R. y F. van der Ploeg (2007), "Can the Natural Resource Curse Be Turned into a Blessing? The Role of Trade Policies and Institutions", FMI, *documento de trabajo* 07/55.

Athanasoulis, S., R. Shiller y E. van Wincoop (1999), "Macro Markets and Financial Security", *FRNBY Economic Policy Review*, abril, pp. 21-39.

Auerbach, A. J. (2002), "Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy?", NBER, documento de trabajo 9306.

Basu, S. y A. M. Taylor (1999), "Business Cycles in International Historical Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, primavera, pp. 45-68.

Blanchard, O. (2004), "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil", NBER, documento de trabajo 10389.

Blanchard, O. (2005), "European Unemployment: The Evolution of Facts and Ideas", NBER, documento de trabajo 11750.

Blanchard, O. y J. Simon (2001), "The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility", *Brookings Papers on Economic Activity* N° 1, pp. 135-164

Buiter, W. (2009a), "The unfortunate uselessness of most `state of the art´ academic monetary economics", www.voxeu.org/index.php?q=node/3210.

Buiter, W. (2009b), "Fiscal Sustainability", *mimeo*, European Institute; LSE y CEPR.

Caballero, R. (2000), "Aggregate volatility in modern Latin America: Causes and cures", *Economía* 1(1), primavera 2000, pp. 31-108. Reimpreso en *Estudios de Economía* 28(1), junio 2001, pp. 5-52.

Calvo, G. A., A. Izquierdo y E. Talvi (2006), "Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises", BID, Departamento de Investigaciones, documento de trabajo N° 570.

Campbell, J., M. Lettau, B. Malkiel e Y. Xu (2000), "Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of Idiosyncratic risk", NBER, documento de trabajo 7590.

Catao, L. A. V. (2007), "Retrospectiva latinoamericana", *Finanzas y Desarrollo*, diciembre.

CEPAL (2008), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2007-2008*, Santiago de Chile, CEPAL.

Claessens, S. (2004), "Finance and volatility". En Aizenman, J. y B. Pinto (eds.), *Managing Volatility and Crisis. An Practitioner's Guide*, Banco Mundial.
<http://www1.worldbank.org/economicpolicy/mv/mvcguide.html>

Cochrane, J. H. (2003), "Fiscal Foundations of Monetary Regimes", *mimeo*, Universidad de Chicago y NBER.

Chang, R. (2007), "Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America", *mimeo*, FLAR y Banco de la República de Colombia.

Denzau, A. y D. North (1994), "Shared mental Models: Ideologies and Institutions", *Kiklos*, vol. 47, pp. 3-31.

Dixit, A. (2006), "Governance". Artículo preparado para: Steven Durlauf y Lawrence Blume (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2da. edición, Londres: Palgrave Macmillan.

Easterly, W., R. Islam y J. E. Stiglitz (2000), "Shaken and stirred: Explaining growth volatility", *Annual World Bank Conference on Development Economics*, 2000.

Eichengreen, B. (2005), “The Blind Man and the Elephant. Competing Perspectives on Global Imbalances”, *IGE/Prudential, International Financial Lecture*.

Edwards, S. (2007), “Crises and Growth: A Latin American Perspective”, NBER, documento de trabajo 13019.

Fanelli, J. M. (ed.) (2007), *Understanding Market Reform in Latin America. Similar Reforms, Diverse Constituencies, Varied Results*. Palgrave, Macmillan, New York.

Fanelli, J. M. (ed.) (2008), *Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience*. Palgrave, Macmillan, New York.

Fanelli, J. M. y J. P. Jiménez (2009), “Crisis, volatilidad, ciclo y política fiscal”, trabajo preparado para el Foro Unión Europea, América Latina y el Caribe, Montevideo 19 y 20 de mayo.

FMI (2007), *World Economic Outlook*, octubre, Washington.

FMI (2009a), *World Economic Outlook*, abril, Washington.

FMI Departamento de Asuntos Fiscales (2009b), “The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis”, *mimeo*, FMI.

FMI (2009c), *Global Financial Stability Report*, abril, Washington.

FMI Departamento de Asuntos Fiscales (2009), “The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis”, *mimeo*, FMI.

Forteza, A., D. Buquet, M. Ibarburu, J. Lanzaro, A. Pereyra, E. Siandra y M. Vaillant (2005), “Understanding Reform, The Uruguayan Case”, preparado para: GDN Understanding Reform Project.

Freedman, C., M. Kumhof, D. Laxton y J. Lee (2009), “The Case for Global Fiscal Stimulus”, *mimeo*, FMI.

Goyal, R. y R. Sahay (2007), “Volatility and Growth in Latin America: An Episodic Approach”, FMI, documento de trabajo N° 06/287.

Hausmann, R., L. Pritchett y D. Rodrik (2004), "Growth Accelerations", KSG, documento de trabajo N° RWP04-030.

Heymann, D. (2007), "Desarrollos y alternativas: Algunas perspectivas del análisis macroeconómico", en Heymann Daniel (ed.), *Progresos en Macroeconomía*, Buenos Aires, Temas Grupo Editorial, pp.79-177.

Jaimovich, D. y U. Panizza (2007), "Procyclicality or Reverse Causality?", BID, documento de trabajo N° 599.

Kaminsky, G. y C. M. Reinhart (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, vol. 89(3), pp. 473-500.

Kaminsky, G., C. M. Reinhart y C. A. Vegh (2004), "When it Rains, it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies", NBER, documento de trabajo 10780.

Knight, F. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton and Mifflin, Boston.

Koo, R. C. (2003), *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Unchartered Economics and its Global Implications*. Singapore: Wiley.

Levine, R. (2007), "Finance and Growth: Theory and Evidence". En: Aghion, P. y S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier.

Loayza, N. y V. V. Hnatkovska (2004), "Volatility and Growth", Banco Mundial, documento de trabajo N° 3184.

Leijonhufvud, A. (1981), *Information and Coordination: Essays in Macroeconomic Theory*. Oxford, Oxford University Press.

Leijonhufvud, A. (2009), "No ordinary Recession", www.voxeu.org/index.php?q=node/3065.

Merton, R. C. y Z. Bodie (2004), "The design of financial systems: Towards a synthesis of function and structure", NBER, documento de trabajo 10620.

Perry, G. E., L. Servén y R. Suescún (eds.) (2008), *Fiscal Policy, Stabilization, and Growth. Prudence or Abstinence?* Washington D.C., Banco Mundial.

Rodrik, D. (1996), "Understanding Economic Policy Reform", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXIV, marzo, pp. 9-41.

Shleifer, A. y R. Vishny (1995), "The limits of arbitrage", NBER, documento de trabajo 5167.

Spilimbergo, A., S. Symansky, O. Blanchard y C. Cottarelli (2008), "Fiscal Policy for the Crisis", FMI, *Staff Position Note*, 29 de diciembre.

Stock, J. H. y M.W. Watson (2003), "Has the business cycle changed? Evidence and explanations". Preparado para la conferencia de la Reserva Federal de Kansas, "Monetary Policy and Uncertainty".

Taylor, A. M. (2002), "Globalization, Trade, and Development: Some Lessons from History", NBER, documento de trabajo 9326.

Togo, E. (2007), "Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies. An Analytical Framework", Banco Mundial, documento de trabajo 4369.

Williamson, J. (2005), "The Economics of Governance", *American Economic Review* 95(1).