

# 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



## Crónica de una crisis inesperada\*

Hacia principios de 2007 la economía mundial se encontraba disfrutando del largo ciclo expansivo iniciado a principios de los noventa bajo el contexto de la “Gran Moderación”.<sup>1</sup> Sólo los desbalances globales aparecían como el principal factor de amenaza al favorable escenario y las discusiones al respecto se centraban en la intensidad del ajuste del déficit de cuenta corriente que debía experimentar la economía de Estados Unidos. Si bien existían algunas hipótesis de ajuste brusco de los desequilibrios globales, nadie vaticinaba una crisis financiera y económica global comparable a la de la década del 30 y menos que el disparador de la misma iba a ser un segmento relativamente pequeño del mercado hipotecario norteamericano.

A lo largo de 2006 el mercado inmobiliario norteamericano comenzó a enfriarse, lo que se reflejó en un amesatamiento de los precios de las viviendas, de los permisos de construcción y de la venta de nuevas propiedades, que hasta ese momento habían tenido una dinámica claramente expansiva (ver Gráfico 1). En este contexto, surgieron las primeras dificultades en el mercado de hipotecas *subprime*, segmento correspondiente a deudores de baja calidad (alto riesgo) y con una participación de menos del 15% del mercado de hipotecas residenciales de Estados Unidos. Las refinanciaciones de los préstamos se hicieron más difíciles y aquellos deudores en situación precaria empezaron a incumplir con sus obligaciones, iniciando una tendencia ascendente en las tasas de morosidad del segmento *subprime*.

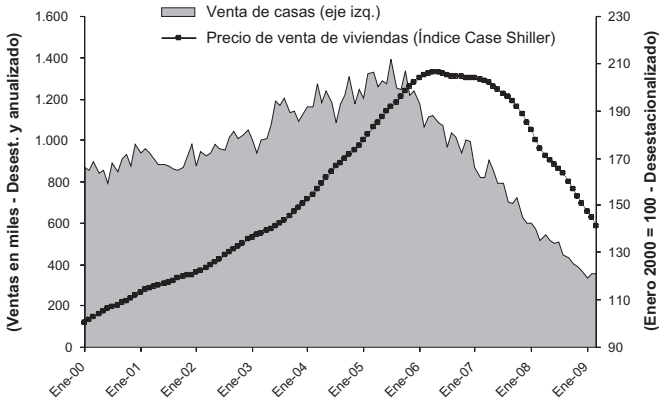
A principios de 2007 se registraron los primeros efectos del enfriamiento del mercado inmobiliario en las compañías financieras hipotecarias, con algunos prestamistas importantes del segmento *subprime* declarándose en quiebra. Hasta mediados de ese año se creía en general que las dificultades iban a limitarse a ese mercado y que no iban a tener repercusiones importantes sobre el resto del sistema financiero norteamericano y los mercados financieros internacionales.

---

\* Preparado por Investigaciones Económicas del BCRA bajo la coordinación de Federico Grillo.

<sup>1</sup> Se denomina “Gran Moderación” a la reducción de la volatilidad del PIB y la inflación que la economía global, en particular las economías desarrolladas, han mostrado en los últimos 20 años. Tres razones, con distinto grado de consenso entre los analistas, se señalan comúnmente para explicar esta dinámica: cambio estructural en la economía mundial; mejora en el manejo de la política económica, en particular de la política monetaria; y que los *shocks* se han reducido en tamaño y frecuencia (es decir, que ha sido un período de “buena suerte”).

## Gráfico 1 / Indicadores del mercado inmobiliario norteamericano



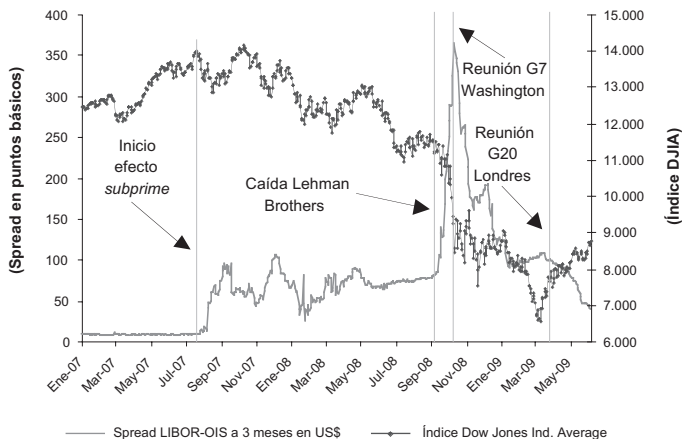
Fuente: en base a datos del US Census Bureau y S&P.

Esa tranquilidad se evaporó a principios de agosto de 2007, con la inquietud generada por los problemas que empezaron a revelar algunos grandes bancos norteamericanos y europeos por su exposición al mercado hipotecario *subprime* (como por ejemplo: Bear Sterns, los bancos alemanes Deutsche Bank y Commerzbank, el banco francés BNP Paribás y el caso más resonante, el del banco británico Northern Rock). La incertidumbre sobre el estado de los balances de las entidades financieras frente al riesgo *subprime* derivó en una paralización de los mercados financieros, una repentina suba del riesgo de contraparte, un incremento brusco de las tasas de interés, incluso en el usualmente líquido mercado interbancario norteamericano, y en una caída de las bolsas (ver Gráfico 2).

A partir de octubre de 2007 comenzaron a conocerse los montos de las pérdidas relacionadas con las hipotecas *subprime* en algunos de los principales bancos de Estados Unidos y Europa, que en muchos casos resultaron de una magnitud no conocida en la historia de dichas instituciones. Esto derivó en otra oleada de volatilidad en los mercados financieros, ante la creciente incertidumbre sobre el alcance de la crisis, y en un nuevo episodio de problemas de liquidez en el mercado interbancario por la incertidumbre sobre el estado de los balances de las entidades financieras.

Los problemas de liquidez en el mercado interbancario y la volatilidad financiera se mantuvieron en niveles elevados hasta septiembre de 2008, con varias oleadas

## Gráfico 2 / Indicadores financieros en Estados Unidos<sup>2</sup>



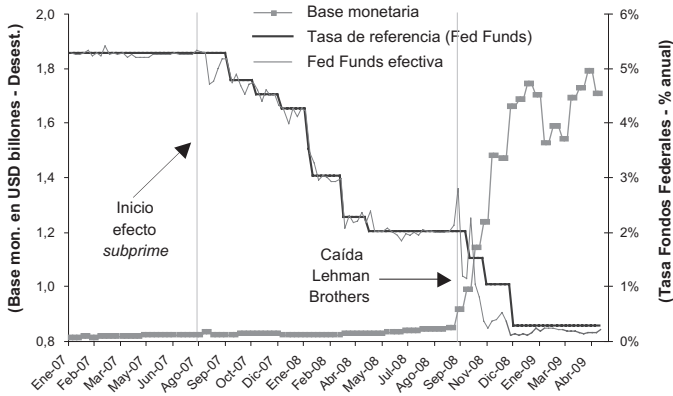
Fuente: en base a datos de mercado.

de inestabilidad generadas por noticias negativas que iban apareciendo sobre la salud de distintos agentes del mercado financiero, y que eran calmadas sólo parcialmente por la reacción de la política económica (ver Gráfico 2). Asimismo, en un contexto de inestabilidad financiera persistente, comenzó a operar en el mecanismo de formación de expectativas de los precios de los activos el potencial impacto de la crisis financiera sobre la economía real y el consecuente deterioro adicional de la salud del sistema financiero.

En este período, la Reserva Federal (FED) tomó una serie de medidas destinadas a proveer liquidez al sistema financiero, entre las que se destacaron: una reducción

<sup>2</sup> Un indicador del grado de estrés observado en el mercado interbancario (y que se presenta en el Gráfico 2) muy utilizado por los analistas en la presente crisis es el *spread* entre la tasa LIBO y el Overnight Indexed Swap (OIS) del mismo plazo. La LIBOR representa la tasa de interés del mercado mayorista de dinero de Londres para un período determinado y en una determinada moneda (en US\$ y a 3 meses en el caso del Gráfico 2). Por su parte, el contrato de OIS implica que el banco recibe una tasa fija (la tasa OIS) sobre un determinado capital y debe pagar la tasa de referencia (variable) correspondiente a la moneda del contrato (en este caso la Fed Funds) al vencimiento del mismo. Utilizando estos contratos un banco se expone al riesgo de tasa de interés de referencia, pero se asegura el fondeo por un plazo determinado evitando la renovación diaria a la tasa *overnight*. Así, la LIBOR refleja el riesgo de crédito y liquidez (difícil de distinguir en el caso de entidades financieras) y la expectativa sobre las tasas *overnight* futuras, mientras que la OIS, que tiene baja exposición al riesgo de crédito ya que el contrato no implica un flujo inicial de fondos, es una medida de las expectativas de los inversores sobre la tasa efectiva de fondos federales (y por ende de la tasa objetivo de la FED) en el plazo del *swap*. De esta forma, el *spread* entre ambas tasas refleja el riesgo de crédito y liquidez del mercado interbancario.

### Gráfico 3 / Respuesta de la FED a la crisis: base monetaria y tasa de Fondos Federales

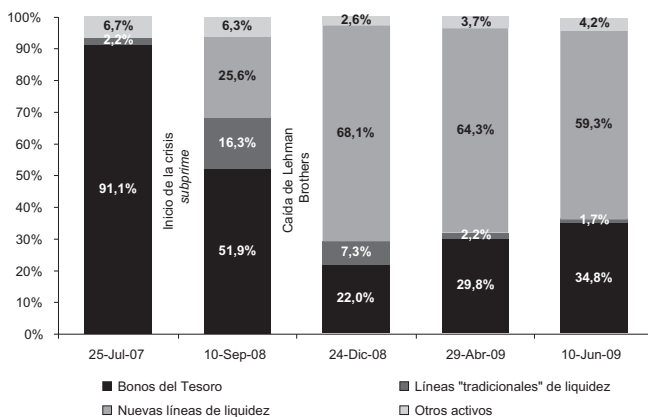


Fuente: en base a datos de la Reserva Federal de EE.UU.

de la tasa de interés de referencia desde 5,25% anual a mediados de septiembre de 2007 hasta 2% anual a principios de septiembre de 2008 (ver Gráfico 3); la creación de nuevas herramientas de provisión de liquidez con nuevos activos como garantía (más allá de los bonos del Tesoro norteamericano) ante el escaso uso de la tradicional ventanilla de descuento por parte de los bancos; acuerdos de *swap* de monedas con el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Suiza para proveer de liquidez en dólares a los mercados europeos; y préstamos a Fannie Mae y a Freddie Mac contra bonos del Tesoro para atenuar las dificultades financieras que empezaron a experimentar las agencias cuasi-gubernamentales de crédito hipotecario, las cuales tenían una participación muy relevante en dicho mercado.

Así, junto con la reducción de la tasa de interés de referencia, se observó un cambio en la estructura de la hoja de balance de la autoridad monetaria norteamericana, reflejada en una pérdida de participación de los bonos del Tesoro en los activos de la FED, que pasaron de representar un 90% de los activos a fines de julio de 2007 a un 50% a principios de septiembre de 2008, frente a los nuevos colaterales aceptados en las nuevas operaciones de provisión de liquidez (ver Gráfico 4). El Banco de Inglaterra también inició un proceso de baja de la tasa de interés de referencia, aunque de manera menos agresiva que la FED, en tanto el BCE mantuvo su tasa estable en dicho lapso. Siguiendo a su par norteamericano, aunque en menor escala, ambas instituciones ampliaron

**Gráfico 4 / Respuesta de la FED a la crisis: estructura de activos de la FED**



Fuente: en base a datos de la Reserva Federal de EE.UU.

instrumentos ya existentes o crearon nuevos instrumentos para proveer de liquidez a sus respectivos mercados de influencia.

En este período se destacó además el rescate del banco de inversión Bear Sterns en marzo de 2008 (con un préstamo de la FED para facilitar la operación de compra por parte de JPMorgan Chase) y el compromiso explícito del gobierno norteamericano de respaldar a las agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac ante las dificultades financieras que estaban atravesando desde mediados de 2007.

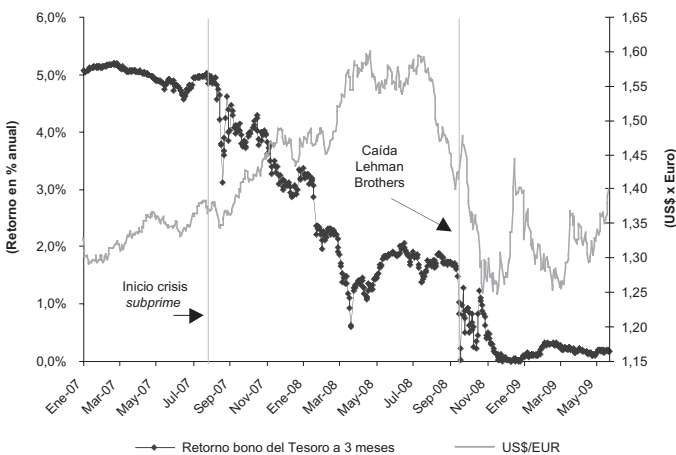
Sin embargo, fue a partir de mediados de septiembre de 2008 cuando la crisis entró en una fase sin precedentes con la caída de Lehman Brothers, luego de las dificultades que tuvo el banco de inversión para conseguir fondos en el mercado de capitales y de la decisión del gobierno norteamericano de no hacerse cargo de la empresa y dejar que declare la quiebra. Esta noticia desató una ola de pánico que llevó a los mercados a registrar sus peores jornadas en varias décadas, lo que se reflejó en la desaparición del fondeo y en un aumento significativo de los *spreads* en el mercado interbancario. Esto derivó en un proceso de desendeu-damiento acelerado a lo largo de todo el sistema financiero global, con aumentos de las tasas de interés y caída de los fondos prestables en el resto de los mercados de crédito y en una baja abrupta de las bolsas mundiales (ver Gráfico 2). La

volatilidad financiera generó un nuevo deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, reforzando así la percepción negativa del mercado sobre la salud del sistema financiero.

Ante el pánico se profundizó el vuelo a la calidad que se había observado en los meses previos, con los inversores refugiándose en los bonos del Tesoro norteamericano, los cuales mostraron una fuerte contracción de sus retornos hasta alcanzar niveles inéditos, cercanos al 0% en el caso de los títulos de menor plazo. Al mismo tiempo, el dólar se apreció notablemente como consecuencia de este “vuelo a la calidad” (ver Gráfico 5). Los mercados emergentes, que al comienzo de la crisis habían experimentado en menor medida los vaivenes financieros por su limitada exposición al mercado *subprime* de Estados Unidos, sintieron con fuerza el deterioro de las condiciones financieras en el mundo desarrollado con un freno de los flujos de capitales, aumento del riesgo país, caída de los mercados bursátiles, bajas en los precios de los commodities y depreciación de sus monedas (ver Gráfico 6).

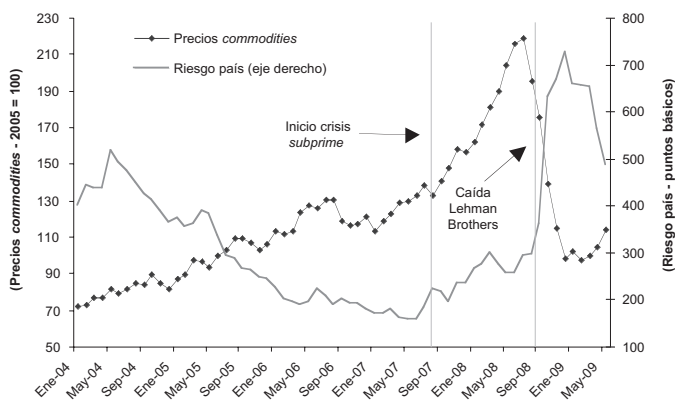
En este contexto, los bancos centrales de los principales países desarrollados intensificaron sus esfuerzos de provisión de liquidez, especialmente la Reserva Federal. Así, el banco central norteamericano modificó la estrategia de reducción de tasas de interés y de cambio en la estructura de sus activos (pero sin expandir el tamaño del balance) que venía utilizando hasta el momento. Si bien siguió bajando la tasa de referencia y aceptando nuevos colaterales, comenzó a expandir la base monetaria

**Gráfico 5 / Vuelo a la calidad**



Fuente: en base a datos de mercado.

## Gráfico 6 / Impacto en países emergentes: precios de commodities y EMBI+



Fuente: en base a datos FMI y JPMorgan.

de manera notable mediante los instrumentos ya disponibles y mediante la creación de otros, como la compra directa de *commercial papers* y los préstamos a las entidades financieras para la compra de activos de los fondos de *money market* (que habían empezado a mostrar importantes retiros de fondos) (ver Gráfico 3). Al mismo tiempo creó nuevas líneas de *swap* con los bancos centrales de Japón, Reino Unido, Canadá, Australia, Suecia, Dinamarca y Noruega para expandir la oferta de dólares en dichos mercados.

Ante la gravedad del efecto Lehman Brothers sobre los mercados financieros globales, el gobierno de Estados Unidos debió desandar su reticencia inicial a salvar entidades y rescató de la quiebra a la principal aseguradora del mundo, AIG. Al mismo tiempo, las dudas que existían sobre la solvencia de los bancos de inversión restantes hizo que este tipo de instituciones dejara de existir como categoría de bancos en Estados Unidos. Así, de los tres bancos de este tipo que todavía quedaban a mediados de septiembre (Bear Sterns había sido rescatado y Lehman Brothers había quebrado): Merrill Lynch fue adquirido por Bank of America y Goldman Sachs y Morgan Stanley decidieron pasar a ser bancos comerciales para aquietar las dudas existentes sobre su sostenibilidad, ante los mayores requisitos de supervisión que debían pasar a cumplir a partir de entonces.

A pesar de las masivas inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales, en particular de la Reserva Federal, los mercados no lograban estabilizarse.



Parecería necesario a esta altura una solución que reconociese que el problema había pasado a ser de solvencia del sistema financiero y que destinara fondos fiscales al saneamiento de los bancos. De allí surgió el proyecto de salvataje (TARP, *Troubled Asset Relief Programme*) propuesto por el Tesoro norteamericano de US\$ 700 mil millones, destinados a la compra de activos “tóxicos” a fin de limpiar la hoja de balance de los bancos y cambiar la percepción sobre la salud de las entidades. El plan tenía como objetivo ponerle un piso a la espiral descendente del precio de los activos en los mercados.

Sin embargo, la desconfianza en los mercados y el desapalancamiento continuaron, transmitiéndose a paso firme por todo el mundo. En efecto, países como Francia, Alemania, Gran Bretaña, Bélgica, Holanda, Luxemburgo, España, Irlanda, Suecia, Dinamarca, Irlanda, Islandia y Rusia salieron al rescate de instituciones crediticias, o se vieron obligados a ampliar las garantías estatales para proteger los ahorros de sus ciudadanos en caso de quiebras bancarias.

En este contexto, se hizo evidente la necesidad de acciones contundentes y coordinadas por parte de los países afectados, que no sólo apuntaran a resolver los problemas de liquidez, sino también a recapitalizar el sistema financiero y a evitar una nueva caída de alguna entidad financiera con impacto sistémico relevante. Una primera señal en este sentido fue la decisión coordinada inédita de reducción de la tasa de interés de referencia en 0,5 puntos porcentuales tomada por los bancos centrales de Estados Unidos, Eurozona, Inglaterra, Suiza, Canadá y Suecia a principios de octubre de 2008.

Otra señal fue la decisión del Gobierno del Reino Unido de lanzar un plan de inyección directa de capital a bancos y de garantías estatales para el nuevo endeudamiento de los bancos. Siguiendo esta idea, un día después, funcionarios del Tesoro de los EE.UU. anunciaron que el TARP sería utilizado con fines más amplios que la compra de activos tóxicos, como la recapitalización de entidades.

Sin embargo, el punto de inflexión en la respuesta de los gobiernos a la crisis fueron las reuniones del G7 en Washington y de los países de la Eurozona en París durante el fin de semana del 11 y 12 de octubre.<sup>3</sup> Como resultado de dichas reuniones se coincidió en garantizar los depósitos de los ahorristas; capitalizar los bancos en problemas con aportes públicos, estimulando los aportes

---

<sup>3</sup> El G7 está conformado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

privados; regenerar el crédito interbancario con garantías estatales sobre la nueva deuda de los bancos; asegurar la disponibilidad de liquidez sin límite por parte de los bancos centrales; evitar una nueva caída de alguna entidad con impacto sistémico; y restablecer los mercados secundarios de hipotecas y otros activos securitizados. En los días siguientes, el Tesoro norteamericano anunció el uso de US\$ 250 mil millones del TARP para la compra de acciones preferidas de varias entidades financieras relevantes, como: Citigroup, Bank of America, AIG, JPMorgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs y Morgan Stanley, e incluso de empresas no financieras, como las automotrices General Motors y Chrysler.

A fines de octubre, el FMI creó la *Short-Term Liquidity Facility* (SLF), una nueva línea de préstamos destinada a otorgar de manera rápida financiamiento a países con políticas macroeconómicas saludables y que estuvieran teniendo problemas de liquidez por la crisis financiera internacional. Se definieron como países elegibles para este préstamo aquellos con historial de buenas políticas, acceso al mercado de capitales y deuda pública sostenible. Se buscaba así crear una línea de crédito que evitara los procesos estándar de monitoreo y condicionalidades comunes de los programas tradicionales del Fondo. Por su parte, la FED siguió ampliando el menú de herramientas de fondeo: creó un nuevo instrumento para proveer de liquidez a los fondos de *money market*; e incorporó a Nueva Zelanda a las líneas de *swap* de monedas y, reconociendo los efectos globales de la crisis, extendió esta línea a algunos países emergentes como Brasil, México, Corea y Singapur.

A mediados de noviembre continuaron los esfuerzos de coordinación mundial de políticas con la reunión de los Líderes de los países del G20 en Washington.<sup>4</sup> Allí se acordó la continuidad de las medidas monetarias y fiscales para reestablecer el crecimiento global y otorgar mayores recursos a los organismos multilaterales para reducir el impacto negativo de la crisis en los países emergentes y en desarrollo. Al mismo tiempo, se delineó la agenda de trabajo para fortalecer a los mercados y a la regulación financiera con el objeto de evitar futuras crisis. Por su parte, la Reserva Federal continuó generando nuevos instrumentos

---

<sup>4</sup> El G20 está conformado por: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Rusia, Sudáfrica, Turquía, Reino Unido y la Unión Europea. En conjunto, los países miembro representan cerca del 90% del producto nacional bruto global, 80% del comercio mundial (incluyendo comercio intra-UE) y dos tercios de la población mundial.

de provisión de liquidez: una nueva línea para estimular el mercado de crédito al consumo y para pequeñas empresas y la compra directa de deuda y de títulos garantizados por Fannie Mae, Freddie Mac y la Federal Home Loan Banks.

A mediados de diciembre de 2008, ante la continuidad de los problemas de liquidez en el mercado interbancario, la Reserva Federal finalmente decidió ubicar la tasa de interés de referencia entre 0% y 0,25% anual, un nivel inédito en la historia monetaria norteamericana (ver Gráfico 3). En este contexto, el *quantitative easing* iniciado luego de la quiebra de Lehman Brothers ante la falta de efectividad de la tasa de interés como instrumento para asegurar la estabilidad financiera, implicó una inédita duplicación de la base monetaria entre mediados de septiembre de 2008 y principios de enero de 2009 (aumentó US\$ 1 billón – ver Gráfico 3). En el mismo lapso, el *quantitative easing* fue derivando en un *credit easing* (según lo definió el presidente de la FED, Ben Bernanke) con intervenciones directas de la Reserva Federal en determinados mercados de crédito (hipotecas, *commercial papers*, crédito al consumo y a pequeñas y medianas empresas), ya que la liquidez que se otorgaba a las entidades financieras quedaba acumulada en las reservas bancarias y no terminaba en un alivio de los mercados de crédito, debido a la incertidumbre reinante y al fuerte proceso de desapalancamiento que experimentaba el sistema financiero.

En febrero de 2009 la nueva administración norteamericana, buscando dar una respuesta a la crisis que fuera más comprensiva que el TARP, anunció el Plan de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Plan*) con el objetivo de restaurar la confianza en el sistema financiero y reestablecer los flujos de crédito hacia hogares y empresas. Este programa incluyó: varias iniciativas destinadas a reducir las tasas de interés y facilitar las refinanciaciones en el mercado de crédito hipotecario, un programa de capitalización de bancos (incluyendo la realización de tests de estrés sobre los balances de las principales entidades financieras), la creación de un programa público-privado de compra de activos “tóxicos” de los bancos y un aumento de los recursos del programa de la FED para la compra de activos relacionados con préstamos a consumidores y pequeñas empresas. El monto potencial involucrado por estas medidas alcanzó hasta unos US\$ 2 billones, dentro de los cuales se incluyeron los fondos no utilizados por el TARP hasta ese momento.

La reacción inicial de los mercados al nuevo Plan de Estabilidad Financiera fue negativa debido a la falta de detalles sobre las distintas herramientas del programa,

lo que disparó una nueva ola de inestabilidad financiera que se prolongó durante el resto de febrero (esto fue más visible en el mercado accionario que en el crédito interbancario – ver Gráfico 2). Sin embargo, a medida que fueron conociéndose mayores detalles sobre el programa de capitalización de bancos y el programa público-privado de compra de activos “tóxicos”, y que la Reserva Federal inició las operaciones de compra de títulos del Tesoro de largo plazo y de deuda de las agencias cuasi-gubernamentales hipotecarias y las operaciones de estímulo al mercado de crédito al consumo y pequeñas empresas, los mercados financieros comenzaron a recuperarse a lo largo de marzo.

En el mismo mes, el FMI reemplazó la SFL, que no había sido utilizada, por la *Flexible Credit Line* (FCL), que flexibilizó algunos de los aspectos de su antecesora, al eliminar la existencia de un monto máximo preestablecido de préstamo, alargar el plazo de devolución y permitir utilizar la línea de manera preventiva. A partir de estos cambios, México, Colombia y Polonia adhirieron de manera preventiva a esta facilidad por un monto cercano a los US\$ 80.000 millones entre abril y mayo. Este nuevo financiamiento del organismo multilateral se sumó a los aproximadamente US\$ 70.000 millones de acuerdos *Stand By* que volvieron a proliferar a partir de noviembre de 2008 con la profundización de la crisis, de los cuales se destacaron los realizados con Islandia y con varios países de Europa del Este (una de las regiones más afectadas por el *sudden stop* de los flujos de capitales a países emergentes), como Hungría, Bielorrusia, Rumania, Ucrania y Serbia.

Por su parte, siguiendo los lineamientos de la reunión de Líderes de noviembre, a principios de abril de 2009 se realizó un nuevo encuentro del G20, esta vez en Londres. Los compromisos alcanzados se basaron en profundizar los puntos acordados en el encuentro previo. En el caso del objetivo de restaurar el crecimiento mundial, los compromisos alcanzados incluyeron evitar el proteccionismo, restaurar el funcionamiento del sistema financiero con un esquema común para que vuelva a otorgar crédito (atendiendo los problemas de liquidez, recapitalizando entidades y sacando los activos tóxicos de los balances), no dejar caer instituciones financieras de relevancia sistémica, y realizar políticas fiscales y políticas monetarias expansivas hasta cuando sea necesario (pero consistentes con la sostenibilidad fiscal y la estabilidad de precios). Al mismo tiempo se definió ampliar la ayuda a las economías emergentes para que pudieran financiar políticas contracíclicas mediante un incremento de los recursos de los organismos multilaterales de crédito (por US\$ 1,1 billones). Por otra parte, en el caso del objetivo de reformar las regulaciones

financieras y las instituciones multilaterales para evitar nuevas crisis globales, el acuerdo incluyó: la invitación de los miembros emergentes del G20 a participar del Foro de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Forum*), avances en la mejora del marco regulatorio y de supervisión para prevenir la acumulación de riesgos sistémicos, y compromisos para estimular la cooperación internacional en la prevención y resolución de crisis y para promover una mayor participación de los países emergentes y de las naciones en desarrollo en el FMI.

A principios de mayo la Reserva Federal dio a conocer los resultados del test de estrés (anunciado en el Plan de Estabilidad Financiera) sobre los 19 bancos más grandes de Estados Unidos, que concentran dos tercios de los activos y la mitad de los préstamos del sistema bancario norteamericano. El ejercicio consistió en evaluar las necesidades adicionales de capital por parte de estas firmas para mantener el crédito y los niveles de capitalización en valores aceptables en un escenario de deterioro de la economía peor al esperado en 2009 y 2010. Los resultados fueron positivos (aunque hubo críticas de algunos analistas en relación a la magnitud del deterioro del escenario macroeconómico utilizado en el ejercicio), con la mayor parte de los bancos mostrando suficiente capital para absorber las mayores pérdidas potenciales, pero con la mitad de las entidades analizadas debiendo aumentar la participación de las acciones comunes en su estructura de capital. Otra señal positiva para el sector financiero fue el anuncio a principios de junio por parte de 10 entidades financieras asistidas por el Gobierno norteamericano de que devolverían parte de los fondos recibidos a través del TARP.

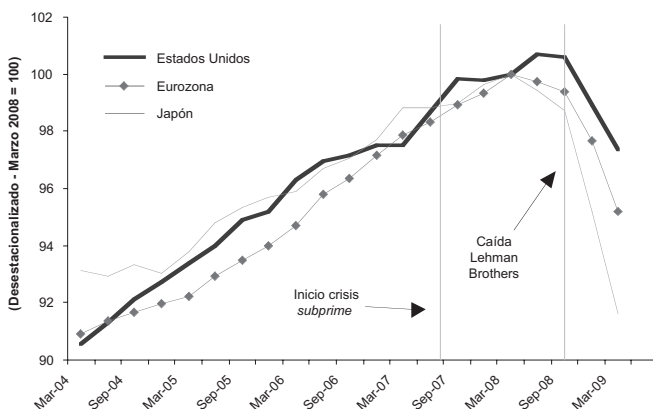
En lo que respecta a las variables reales, el impacto de la crisis financiera en la economía fue significativo. Durante el año posterior a la irrupción de la crisis *subprime* en agosto de 2007 la economía mundial mostró señales de desaceleración gradual a medida que la inestabilidad financiera se iba trasladando a cierto enfriamiento del mercado de crédito, con un mayor impacto en las economías avanzadas que en las economías emergentes y en desarrollo, lo que llevó incluso a pensar que podría haber un desacople en el crecimiento de estas últimas. Sin embargo, las condiciones económicas cambiaron dramáticamente con la volatilidad financiera y la disrupción de los mercados de crédito generadas por la caída de Lehman Brothers. El impacto en la actividad económica se sintió rápidamente y con una magnitud sorprendente. Esto se evidenció principalmente en la producción industrial y el comercio de bienes (en particular de bienes de capital y bienes de consumo durable), que mostraron tasas de contracción interanual del orden del

15/30% en los meses siguientes en los principales países desarrollados, valores más bien propios de crisis en economías en desarrollo.

Así, según estimaciones del FMI (World Economic Outlook de abril de 2009), el PIB mundial cayó un 6,25% anualizado en el último trimestre de 2008 (4% con respecto a igual trimestre del año pasado) y habría caído a una tasa similar en el primer trimestre de 2009, con las economías avanzadas contrayéndose un 7,5% anualizado en el último trimestre del año pasado y las emergentes un 4% anualizado en el mismo lapso (afectadas por la transmisión de la crisis a través de los canales financiero y comercial) (ver Gráfico 7). Asimismo, el deterioro de la actividad económica se reflejó en los indicadores del mercado laboral en los países desarrollados, con aumento de las tasas de desocupación, en particular en Estados Unidos (donde la tasa pasó de 5% a principios de 2008 a 9,4% en mayo de 2009). Por otra parte, el contexto recesivo alivió las presiones inflacionarias que estaba presentando la economía global en la primera mitad de 2008, con la tasa de inflación ubicándose por debajo del 1% en las economías avanzadas (+3,4% en 2008) y por debajo del 6% en las emergentes y en desarrollo en los primeros meses de 2009 (+9,3% en 2008).

El conjunto de anuncios y medidas realizados por EE.UU., Europa y otros países (incluyendo algunos países emergentes) a partir de octubre de 2008 implicaron un despliegue de intervención estatal de dimensiones inéditas en la economía

### Gráfico 7 / Impacto en la economía real: PIB en países desarrollados



Fuente: en base a datos del BEA, BCE y Min. Economía de Japón.

capitalista moderna, con paquetes fiscales del orden del 2% del PIB en los países del G20 para 2009 y compromisos de expansión de la política monetaria casi sin límites.<sup>5</sup> Esto permitió estabilizar los mercados financieros internacionales, que no sólo frenaron la caída libre observada en septiembre y octubre de 2008 sino que posteriormente mostraron cierta recuperación, aunque sin llegar todavía a los niveles precrisis (por ejemplo: los *spreads* del mercado interbancario aún se ubican por encima de los valores previos a la crisis, en tanto las bolsas aún se muestran por debajo de sus valores precrisis – ver Gráfico 2). Por su parte, al momento de escribirse estas líneas, las variables reales estaban mostrando también cierta estabilización luego de la fuerte caída observada en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009, pero todavía resulta prematuro concluir que el proceso de recuperación de la economía global haya comenzado.

Como conclusión podemos decir que lo que comenzó como un enfriamiento del mercado de hipotecas *subprime* en Estados Unidos durante 2007 culminó hacia fines de 2008 en la peor crisis financiera y económica mundial desde la Crisis del 30. Las características principales de este evento: su magnitud, su alcance global y el hecho de haberse generado en los países desarrollados, despiertan preguntas de suma relevancia: ¿cuáles fueron sus causas?, ¿cómo será el mundo luego de la crisis?, ¿cómo evitar que eventos similares vuelvan a ocurrir?, ¿qué lecciones de política económica nos deja? Con esta motivación, en las notas que a continuación se presentan en esta entrega de Ensayos Económicos, diversos autores tratarán de explorar algunos aspectos de estas preguntas con el objetivo de contribuir a la comprensión de una crisis que será sin dudas un hito importante de la economía global.

---

<sup>5</sup> En base a datos del informe realizado por el FMI para la reunión del Grupo de los 20 en Londres (13 y 14 de marzo) sobre Perspectivas y Políticas Económicas Globales.