

Ensayos Económicos

¿Cómo fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global?

José Antonio Ocampo

Reformas financieras e inestabilidad financiera

Pablo Gluzmann, Martín Guzman

Diversificación de las reservas internacionales

Ousmène Mandeng

Un análisis de cointegración del principio de la demanda efectiva en Argentina (1980-2007)

Florencia Médici

Apuntes de la crisis global

Crisis de la deuda en la Eurozona y situación

de los bancos europeos | José Manuel Duarte Inchausti

Política monetaria de los principales bancos centrales

durante la crisis 2007-2011 | Nerina Reyna,

Carlos F. Suárez Dóriga, Matías Vicens

Premio Raúl Prebisch 2010

Banco Central, una institución indispensable

para el desarrollo | Federico Tassara, Pablo Borio

Raúl Prebisch, entre la teoría y la práctica | Guillermo E. Nakhlé

61

62

Enero - Junio de 2011



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Ensayos Económicos | 61/62

Editor

Jorge Carrera

Comité Editorial

José María Fanelli

Ricardo Ffrench-Davis

Javier Finkman

Daniel Heymann

José Antonio Ocampo

Mario Tonveronachi

Secretario Ejecutivo

Federico Grillo



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Ensayos Económicos es una revista editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

ISSN 0325-3937

Banco Central de la República Argentina
Reconquista 266 / Edificio Central Piso 8
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires / Argentina
Tel.: (+5411) 4348-3582 / Fax: (+5411) 4348-3557
Email: investig@bcra.gov.ar / <http://www.bcra.gov.ar>

Fecha de publicación: septiembre 2011

Diseño editorial
Banco Central de la República Argentina
Gerencia de Relaciones con la Comunidad e Imagen Institucional
Área de Diseño e Imagen Institucional
Diagramación interior
Karin Bremer

Impreso en Imprenta Gráfica Cid
Ciudad de Buenos Aires, Argentina, septiembre 2011
Tirada de 2.500 ejemplares

Las opiniones vertidas en este trabajo son exclusiva responsabilidad de los autores y no necesariamente se corresponden con las del BCRA.

Publicación de distribución gratuita. Prohibida su venta.

No se permite la reproducción parcial o total, el almacenamiento, el alquiler, la transmisión o la transformación de esta publicación, en cualquier forma o por cualquier medio, sea electrónico o mecánico, mediante fotocopias, digitalización u otros métodos, sin el permiso previo y escrito del editor. Su infracción está penada por las leyes 11.723 y 25.446.

Buenos Aires, 20 de septiembre de 2011

En el primer trabajo de esta nueva entrega de Ensayos Económicos, Ocampo (Universidad de Columbia) se pregunta si América Latina alcanzó un nuevo estándar de manejo macroeconómico con su desempeño durante la reciente crisis financiera mundial, concluyendo que, si bien hay buenas noticias, no hay lugar para la euforia, y que el reciente desempeño de la región no ha sido ni sobresaliente ni generalizado, y tampoco puede explicarse solamente por los esfuerzos propios de la región.

En el segundo trabajo, Gluzmann (CONICET - CEDLAS - UNLP) y Guzman (Brown University - UNLP) analizan la relación empírica entre distintas reformas financieras y los niveles de inestabilidad financiera, encontrando una relación positiva y robusta entre distintas reformas pro-liberalización del sistema financiero y frecuencia de crisis bancarias, y que además los efectos de las reformas difieren entre el corto y largo plazo.

Por su parte, Mandeng (UBS) plantea que el sistema monetario internacional estaría mejor si reflejara una mayor diversificación de sus reservas internacionales, por lo que propone un fondo de diversificación de reservas internacionales que promueva la gradual adopción de monedas de mercados emergentes en los portafolios de reservas internacionales.

Médici (Universidad Nacional de Moreno – UBA) evalúa la validez empírica del principio de la demanda efectiva en el largo plazo en Argentina para el período 1980-2007 utilizando el modelo del supermultiplicador sraffiano mediante el análisis de cointegración por la metodología de Johansen, y encuentra que las variaciones en la demanda tienen efectos permanentes en el largo plazo y que existe una causalidad positiva desde los componentes autónomos de la demanda final hacia el producto.

La siguiente sección de la revista está dedicada a los “Apuntes de la crisis global” con dos artículos. El enfoque adoptado sigue siendo el de dejar un registro, lo más objetivo posible, de los hechos en el momento en que ocurren más que elaborar un análisis crítico de los mismos. En el primero, Duarte Inchausti (BCRA) analiza la exposición de los bancos europeos a la deuda soberana y al fondeo mayorista en el contexto de la crisis de deuda soberana en Europa, la cual se

profundizó en lo que va de 2011. En el segundo, Reyna, Suárez Dóriga y Vicens (BCRA) describen las medidas de política monetaria tomadas por los principales bancos centrales, distinguiendo entre las convencionales y las no convencionales, y encontrando un comportamiento diferenciado entre los bancos centrales en los países desarrollados y emergentes.

En la última parte de la publicación presentamos algunos de los trabajos ganadores del Premio 75° Aniversario de Investigación Económica “Dr. Raúl Prebisch”, otorgado en 2010. El primero corresponde al 1er. Premio (compartido) de la categoría de “Estudiantes Universitarios”, recibido por Federico Tassara y Pablo Borio (UBA), con la temática: “Banco Central, una institución indispensable para el desarrollo”. Luego se presenta al trabajo ganador del 1er. Premio (compartido) de la categoría “Jóvenes Profesionales”, recibido por Guillermo E. Nakhlé (UTDT), con la temática: “Raúl Prebisch, entre la teoría y la práctica”.

A modo de cierre, reiteramos nuestra invitación a todos aquellos interesados en enviar sus artículos académicos para ser publicados en nuestra revista y para contribuir a enriquecer la discusión sobre economía y política económica en nuestro país. Para ello los invitamos a consultar las pautas para la publicación de trabajos, que se encuentran al final de la publicación. Aprovechamos la ocasión para comunicar a nuestros lectores que Ensayos Económicos estará indexada en la base bibliográfica electrónica de la American Economic Association, EconLit.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Jorge Carrera', with a long horizontal stroke extending to the right.

Jorge Carrera
Subgerente General de
Investigaciones Económicas

Índice

- 7** **¿Cómo fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global?**
José Antonio Ocampo
- 35** **Reformas financieras e inestabilidad financiera**
Pablo Gluzmann, Martín Guzman
- 75** **Diversificación de las reservas internacionales**
Ousmène Mandeng
- 103** **Un análisis de cointegración del principio de la demanda efectiva en Argentina (1980-2007)**
Florencia Médici
- Apuntes de la crisis global*
- 141** **Crisis de la deuda en la Eurozona y situación de los bancos europeos**
José Manuel Duarte Inchausti
- 189** **Política monetaria de los principales bancos centrales durante la crisis 2007-2011**
Nerina Reyna, Carlos F. Suárez Dóriga, Matías Vicens
- Premio Raúl Prebisch 2010*
- 253** **Banco Central, una institución indispensable para el desarrollo**
Federico Tassara, Pablo Borio
- 275** **Raúl Prebisch, entre la teoría y la práctica**
Guillermo E. Nakhlé
- 305** **Pautas generales para la publicación de trabajos técnicos**

¿Cómo fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global?

José Antonio Ocampo*

Universidad de Columbia

Resumen

¿Alcanzó América Latina un nuevo estándar con su desempeño durante la reciente crisis financiera mundial y, más aún, durante el reciente ciclo económico? Ciertamente un nivel de prudencia macroeconómica estuvo ciertamente presente durante el reciente auge, y la región respondió a la reciente crisis sin mostrar los dramáticos ajustes de balanza de pagos y los colapsos del sistema financiero típicos del pasado. Sin embargo, parece haber un significativo nivel de complacencia en los gobiernos de la región, en los organismos multilaterales y en algunos analistas sobre el reciente desempeño macroeconómico. El presente trabajo muestra los efectos de los eventos externos y de las políticas domésticas en América Latina durante la reciente crisis financiera global y sus implicancias de política, y sostiene que si bien hay buenas noticias, ciertamente no hay lugar para la euforia. El reciente desempeño de la región no ha sido ni sobresaliente ni generalizado, y tampoco puede explicarse solamente por los esfuerzos propios de la región.

Clasificación JEL: E30, E60, G01.

Palabras clave: América Latina, ciclo económico, crisis financiera global, política económica.

* Profesor de la Universidad de Columbia. Anteriormente Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Ministro de Hacienda de Colombia. Este documento es una versión revisada de un trabajo previo preparado por el autor como parte de sus actividades como Will Clayton Fellow en Economía Internacional del Instituto de Política Pública James A. Baker III de la Universidad de Rice, y presentado en una conferencia sobre el impacto de la crisis financiera reciente en América Latina, organizada por el Observatorio sobre América Latina del New School University. Las opiniones vertidas en este trabajo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: ocampo.joseantonio@yahoo.com.

How Well has Latin America Fared During the Global Financial Crisis?

José Antonio Ocampo

Columbia University

Summary

Has Latin America broken new ground with its performance during the recent global financial crisis and, furthermore, during the recent business cycle? Some level of macroeconomic prudence was certainly present during the recent boom, and the region responded to the recent crisis without the dramatic balance of payment adjustments and banking collapses that were typical in the past. But there seems to be a significant level of complacency among regional governments, international organizations, and some analysts about recent macroeconomic performance. This paper looks at the effects of external events and domestic policies on Latin America during the recent global financial crisis and its policy implications, and argues that, while there is indeed good news, there is certainly no ground for euphoria. Latin America's recent performance has not been so outstanding or widespread, nor is this performance associated only with the region's own efforts.

JEL: E30, E60, G01.

Keywords: business cycle, economic policy, global financial crisis, Latin America.

I. Introducción

¿Tuvo América Latina un desempeño excepcional durante la reciente crisis financiera global y, más aún, durante el último ciclo económico? Hubo, sin duda, un cierto nivel de prudencia macroeconómica durante el auge reciente y la región respondió a la crisis sin los ajustes drásticos de balanza de pagos y los colapsos bancarios típicos del pasado. Sin embargo, parece haber un significativo nivel de complacencia entre los gobiernos regionales, las organizaciones internacionales y algunos analistas sobre su reciente desempeño macroeconómico. Este trabajo sostiene que, si bien las noticias son buenas, no hay razones para la euforia. El desempeño reciente de América Latina no ha sido tan sobresaliente ni tan generalizado, ni es producto exclusivo de los esfuerzos propios de la región.

Entre los años 2003 y 2007, América Latina experimentó el crecimiento económico más acelerado desde fines del prolongado auge de posguerra, que finalizó a mediados de los años setenta. El auge fue de base amplia y más sólido en las economías pequeñas y medianas que en las dos economías más grandes de la región (Brasil y México), aunque no fue espectacular en comparación con el del este de Asia. A diferencia del período posterior a las reformas de mercado que se iniciaron a mediados de los años ochenta (y antes en algunos países del Cono Sur), sus efectos sociales también fueron favorables. El empleo formal creció, el desempleo cayó y la pobreza descendió en forma marcada, como producto en este último caso del crecimiento y una mejor distribución del ingreso en varios países. La combinación de buen desempeño económico y resultados sociales positivos es considerada como una característica distintiva del desempeño latinoamericano de los últimos años (vea, por ejemplo, Cornia, 2010). Si bien el auge reciente refleja mejoras de política, el crecimiento también se basó en una combinación inusual de condiciones externas favorables: rápido crecimiento del comercio mundial, auge de los precios de los productos básicos, amplio acceso al financiamiento internacional a costos históricamente bajos y un alto nivel de remesas de los trabajadores migrantes.¹

Además, América Latina logró escapar de la primera fase de la crisis financiera global, es decir, al colapso de los activos titularizados de baja calidad (*subprime*) de Estados Unidos en agosto de 2007. Sin embargo, desde entonces, el financiamiento externo fue más irregular y las primas de riesgo subieron. Además, se

¹ Vea un extenso análisis del auge en BID (2008), Izquierdo, Romero y Talvi (2008) y Ocampo (2007).

desaceleró el crecimiento de las remesas debido a las menores oportunidades de empleo en los países receptores, en especial en el sector de la construcción en Estados Unidos.² A pesar de ello, la continuidad del auge del precio de los productos básicos hasta mediados de 2008 y las políticas expansivas en algunos casos (sobre todo en Brasil) permitieron que algunos países siguieran creciendo durante el primer semestre de 2008. Por lo tanto, podría considerarse que el cambio de tendencia en los precios de los productos básicos a mediados de dicho año constituyó el punto de inflexión para la región. Pero, la rápida propagación de la crisis fue desatada en América Latina, como en el resto del mundo, por la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008, seguida por la crisis financiera generalizada, la recesión global y el colapso del comercio internacional.

A partir de ese momento, América Latina vivió una fuerte recesión, una de las más profundas del mundo en desarrollo, incluyendo bajo este rótulo a las llamadas “economías emergentes”. Sin embargo, los canales externos de transmisión fueron diferentes en comparación a crisis pasadas. Como resultado de la significativa mejora en los balances externos durante el auge precedente, y de la serie de estímulos y paquetes de rescate de los países industrializados, los canales de transmisión financieros fueron más débiles y más breves en su duración que en las crisis anteriores. Los países disfrutaron de algún espacio para las políticas macroeconómicas anticíclicas. Las agresivas políticas expansivas de China y el retorno de las rápidas tasas de crecimiento del gigante asiático también aceleraron la recuperación de los precios de los productos básicos a niveles históricamente altos, en especial, en el caso de la energía y los minerales. En cambio, el colapso del volumen de comercio afectó mucho a los exportadores de servicios y de manufacturas como producto de la contracción de la demanda mundial y, sobre todo, en los Estados Unidos. Por su parte, las remesas tuvieron un fuerte impacto en los países más pequeños. El efecto neto de esta combinación de perturbaciones de origen externo fue muy desigual. Varios países de América del Sur experimentaron una rápida recuperación, que compensó con creces la recesión o desaceleración de 2009, mientras que a México y a varios países de América Central no les fue tan bien y la recesión continuó profundizándose en Venezuela hasta comienzos de 2010.

Este ensayo analiza los efectos de los acontecimientos externos y las políticas internas de América Latina durante la reciente crisis financiera global, así como sus implicaciones de política económica. Está dividido en cuatro secciones, la

² Vea un análisis de este problema en relación con México en JPMorgan (2008).

primera de las cuales es esta introducción. La segunda considera los canales de transmisión y sus efectos en la región. La tercera sección analiza las respuestas de política y la cuarta las principales lecciones que pueden extraerse de esta coyuntura.

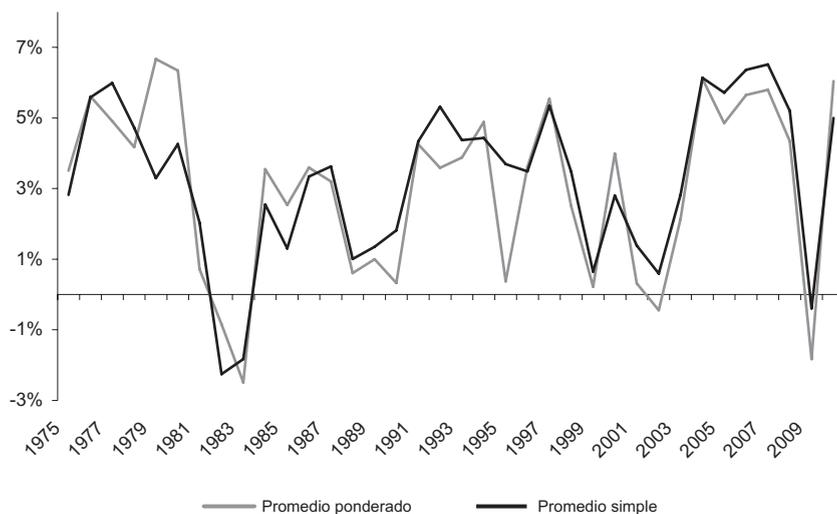
II. El impacto de la crisis

La crisis financiera global produjo una profunda recesión en América Latina en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009. El impacto inicial sobre el Producto Interno Bruto (PIB) fue más fuerte que en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en términos absolutos y, en especial, con relación a las tasas de crecimiento imperantes durante los años del auge (Comisión Económica para América Latina y el Caribe [CEPAL], 2010b, Recuadro I.1). Además, durante el conjunto del año 2009, América Latina ocupó el segundo lugar, detrás de las economías de transición de Europa Central y del Este y de Asia Central, en términos de la intensidad de dicho impacto (Ocampo *et al.*, 2010; Naciones Unidas, 2010). El Gráfico 1 indica que se trató de la peor recesión regional desde la crisis de la deuda de los años ochenta y la primera, desde entonces, en la cual el promedio simple de las tasas de crecimiento del PIB de la región fue negativo, lo que indica que los efectos fueron generalizados. En particular, hubo una marcada desaceleración con respecto a las tasas de rápido crecimiento que habían caracterizado a América Latina durante el auge de 2003-2007 (siete puntos porcentuales).

La magnitud de la desaceleración o recesión inicial y de la recuperación fue bastante diversa en la región.³ Esto se refleja en el Gráfico 2, que compara el crecimiento del PIB anual per cápita de los países de América Latina durante los años 2009 y 2010. En términos generales, se observa una diferencia clara entre el Norte y el Sur, con un mejor desempeño de América del Sur en comparación con México y América Central. Es interesante señalar que este patrón es absolutamente distinto a la perturbación previa y más prolongada del período 1998-2003, durante la cual América del Sur se vio más afectada. Pero también se observan marcadas diferencias dentro las dos subregiones: una nación sudamericana, Venezuela, es la de peor desempeño, mientras que a dos países del norte de la región (República Dominicana y Panamá) les fue relativamente bien.

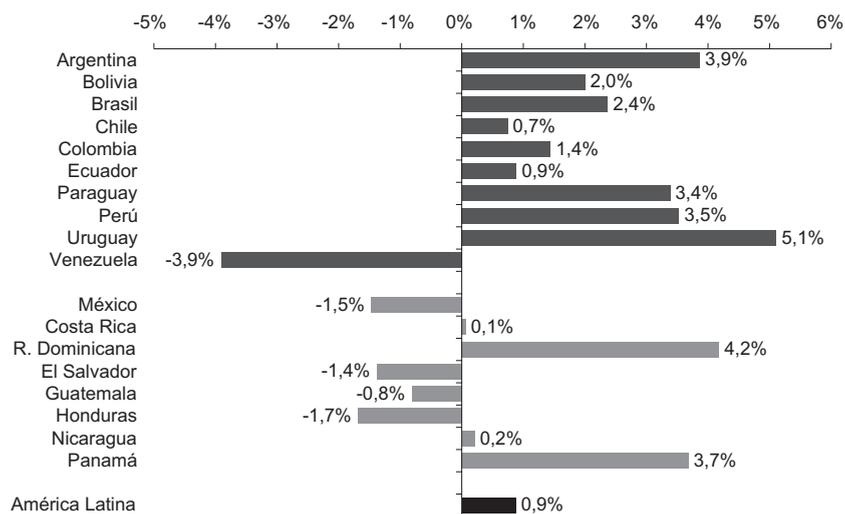
³ Vea un análisis detallado en CEPAL (2010b) y FMI (2010a).

Gráfico 1 / Crecimiento del PIB de América Latina, 1975-2010



Fuente: estimado en base a datos de CEPAL.

Gráfico 2 / Crecimiento del PIB per cápita, 2008-2010 (tasa anual)



Fuente: estimado en base a datos de CEPAL.

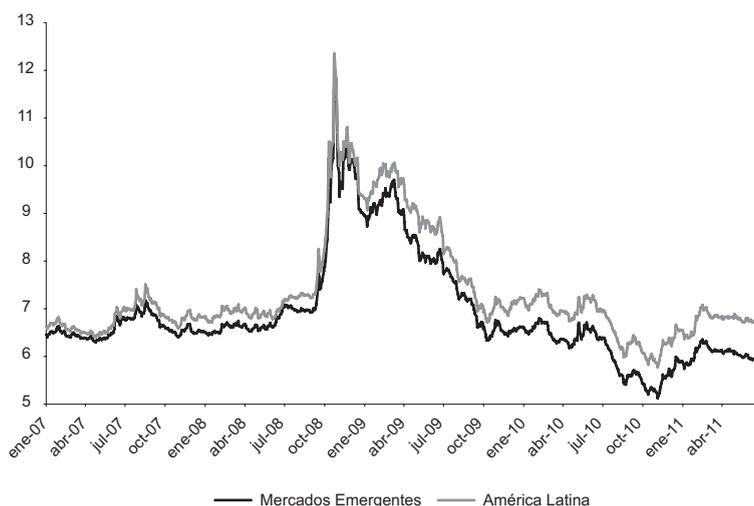
El variado desempeño refleja en parte las políticas nacionales. Por ejemplo, la marcada divergencia entre Brasil y Venezuela sólo puede explicarse en base a factores internos: una activa política anticíclica en el primero y políticas procíclicas y una crisis tradicional en el segundo. En términos más amplios, la mejora del balance externo, una regulación prudencial más sólida y, en menor grado, mejores cuentas fiscales durante los años del auge dieron a varios países capacidad de maniobra para aplicar políticas económicas anticíclicas (vea la Sección III). Pero los factores externos también desempeñaron un papel importante. Esto incluye a los patrones de especialización, en especial, la fuerte dependencia de América del Sur a los productos básicos en un contexto internacional en el cual, como resultado de la demanda de China, los precios de estos productos se mantuvieron relativamente altos y se recuperaron con rapidez después de la caída inicial. En el área financiera, diversos factores internacionales también cumplieron una función importante en la fuerte recuperación de los mercados de capitales –aunque no del financiamiento bancario– gracias a la política monetaria anticíclica masiva y a los rescates financieros en los países industrializados. En este sentido, una diferencia básica entre la crisis actual y la crisis de la deuda de la década de 1980, y también con respecto a la crisis de las economías emergentes que se inició en 1997, es que hubo una reacción internacional generalizada para contener sus efectos. El único precedente en tal sentido había sido la respuesta, liderada por Estados Unidos, a la crisis mexicana de diciembre de 1994.

Por consiguiente, la naturaleza de los canales de transmisión tuvo muchas novedades. Un factor nuevo, aunque negativo, fue la marcada contracción de las remesas, que llegó con un rezago. La contracción inicial no fue severa pero, para el segundo y tercer trimestre de 2009 las remesas cayeron a una tasa del 17% en comparación con los mismos trimestres del año anterior, y un 15% para el año en su conjunto (CID/Fondo Multilateral de Inversiones [FOMIN], 2010). Su impacto general en la región fue moderado, pero tuvo efectos importantes en los países más pequeños de América Central y el Caribe, que dependen mucho de las remesas, y también de los servicios (turismo y transporte) que prestan en buena medida los trabajadores migrantes de esos países que residen en los Estados Unidos.

En un principio, el impacto financiero fue severo. Las entradas de capitales se interrumpieron y las primas de riesgo aumentaron sustancialmente. Sin embargo, la intensidad de estas turbulencias iniciales fue más débil y su duración fue mucho más breve que en crisis anteriores. Esto se refleja en el Gráfico 3, que ilustra la evolución de los rendimientos de los bonos de América Latina durante los últimos años. Los

márgenes de riesgo se ampliaron a mediados del año 2007 como resultado de la crisis de las hipotecas de baja calidad, pero la reducción de las tasas de interés de referencia (bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años) hizo que los rendimientos retornaran a los niveles iniciales hacia fines de ese año. Los rendimientos aumentaron de manera significativa a mediados de septiembre de 2008, durante la fase más dura de la crisis financiera generalizada, siguiendo la tendencia de la mayoría de los activos financieros a nivel mundial. Además, algunas empresas de Brasil y México sufrieron pérdidas masivas en los mercados de derivados financieros. Sin embargo, los rendimientos empezaron a moderarse hacia fines de 2008 y, en especial, durante el segundo trimestre de 2009, y alcanzaron los niveles previos a la crisis alrededor de un año después de la caída de Lehman. En términos estrictos, esto se debió a que los márgenes de riesgo más altos (en alrededor de 150 a 200 puntos básicos en comparación con la situación previa a la crisis de las hipotecas de baja calidad de agosto de 2007) fueron compensados por las tasas de referencia más bajas. Para los siete países más grandes de América Latina, los rendimientos se encuentran hoy por debajo de los niveles previos a la crisis, con excepción de las dos naciones en las que los márgenes reflejan un elemento de "riesgo político" (Argentina y Venezuela). Las repercusiones de los acontecimientos de Dubai de fines de 2009 y las turbulencias que sufrió Europa durante el primer semestre de 2010 fueron insignificantes.

Gráfico 3 / Rendimiento de los bonos: América Latina vs. el promedio de los mercados emergentes (% anual)



Fuente: JPMorgan.

La etapa de la recuperación financiera se reflejó en muchas otras tendencias.⁴ Hubo un período de emisión irregular de bonos después de la crisis de las hipotecas de baja calidad de agosto de 2007 y las emisiones se interrumpieron desde mediados de 2008, poco tiempo antes del colapso de Lehman, lo que refleja nuevamente que el punto de quiebre fue la reversión de las tendencias en los precios de productos básicos. Sin embargo, la emisión de bonos se reinició en diciembre de 2008 y comenzó a experimentar un nuevo auge desde mediados de 2009, en especial para los emisores corporativos. El comportamiento de las bolsas de valores de América Latina tuvo uno de los comportamientos más favorables (si no el más favorable) del mundo durante las turbulencias financieras internacionales: en el punto más álgido de la crisis, en los días posteriores a la caída de Lehman, los precios de las acciones siguieron duplicando (en términos de dólares) los niveles de mediados de 2004, momento en el que despegó el auge de las bolsas a nivel mundial, y también se recuperaron, junto con otros mercados bursátiles, a partir del segundo trimestre de 2009. Las reservas internacionales de las siete economías más grandes de América Latina registraron una caída mínima durante lo peor de la crisis (de US\$ 435.000 millones en septiembre de 2008 a US\$ 411.000 millones en febrero de 2009) antes de volver a subir con bastante dinamismo, con Venezuela como única excepción. De manera igualmente importante, y una vez más en marcado contraste con las crisis anteriores, no hubo ninguna crisis financiera interna en toda la región. Finalmente, el ciclo de breve interrupción de los flujos seguido por una fuerte recuperación del financiamiento externo se vio reflejado en los patrones de tipo de cambio de las economías con una política cambiaria más flexible.

Esto nos permite afirmar que, aunque el origen del huracán estuvo en el sector financiero de los países industrializados, ésta fue la crisis menos severa que padeció América Latina en términos estrictamente financieros. Y esto es así no sólo en comparación con la crisis de la deuda de los años ochenta y con la crisis global de los mercados emergentes de fines del siglo XX, sino también con la crisis de 1930, que derivó en una suspensión generalizada de los pagos de la deuda externa.

En términos del comercio internacional, la crisis reciente tuvo dos características destacadas. En primer lugar, y una vez más a diferencia de las tres crisis anteriores

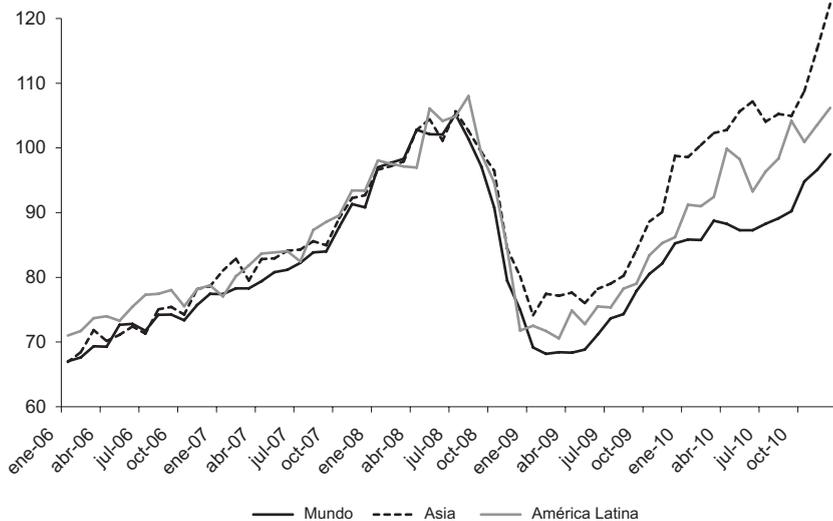
⁴ Para un análisis más profundo de estas tendencias, veáse Ocampo (2009) y el análisis de los flujos de capitales de la CEPAL (2010c).

(la de la década de 1980, la crisis mexicana de 1994-1995 y la crisis del período 1997-2002), cuando el comercio mundial siguió creciendo y facilitó la recuperación mediante la expansión de las exportaciones, en esta oportunidad el colapso del comercio no sólo fue drástico sino también mundial en su alcance. En segundo término, y a diferencia de la mayoría (o incluso de todas) las crisis comerciales de la historia, los productos básicos tuvieron un desempeño relativamente favorable. Tal como ya se señaló, la demanda de China fue crucial en este sentido. La temprana recuperación del comercio latinoamericano se debió, en parte, a la capacidad de los países de la región para aprovechar la recuperación del comercio asiático y de los precios de los productos básicos liderada por China.

Estos patrones pueden observarse con claridad en los Gráficos 4 y 5. El Gráfico 4 muestra el drástico colapso en el valor de las exportaciones mundiales, que descendió alrededor de un tercio en relación con el pico alcanzado durante el primer semestre de 2008. Las exportaciones latinoamericanas siguieron la tendencia, cayendo ligeramente menos que el promedio mundial. Un análisis más a fondo revela que América Central tuvo un mejor desempeño que México y América del Sur; entre estos dos, México experimentó una severa contracción en términos de volumen, mientras que América del Sur tuvo lo propio pero en los precios (CEPAL, 2010a). Los datos también indican que el comercio intrarregional experimentó una marcada caída, una vez más con la excepción parcial de América Central, y que las exportaciones de América del Sur a China fueron las de mejor desempeño, contrayéndose sólo ligeramente durante la peor fase de la crisis y facilitando la recuperación de las exportaciones latinoamericanas de ahí en adelante. Las exportaciones mundiales se recuperaron desde el segundo semestre, con Asia a la cabeza y con América Latina ocupando el segundo lugar en el escenario mundial.

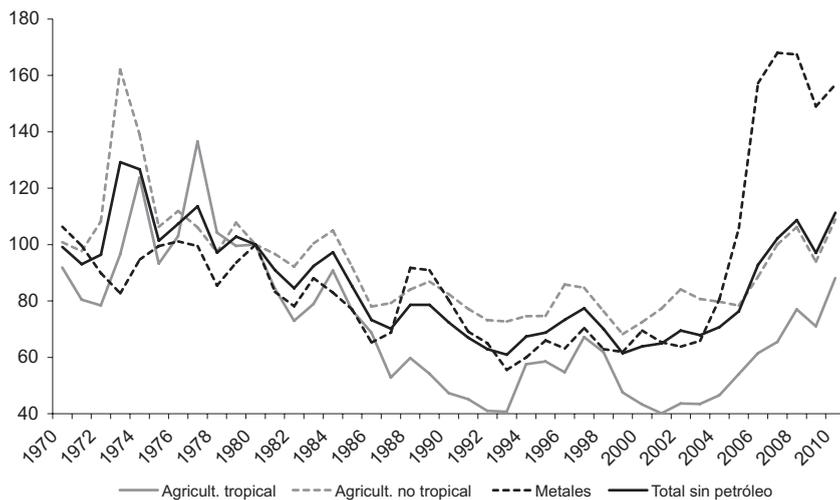
Por su parte, los precios de los productos básicos tuvieron un desempeño particularmente bueno. Tal como se indicó al comienzo de este trabajo, ésta había sido una característica esencial durante el auge de 2004-2007, que continuó hasta el primer semestre de 2008. El Gráfico 5 muestra la evolución de los precios reales de los productos básicos no petroleros desde los años setenta. Revela, además, que hay una diferencia significativa entre los precios agrícolas y los precios de los minerales, con el petróleo (que no se reproduce aquí) con un patrón similar al de los metales. Para los productos agrícolas, el auge del período 2006-2008 fue sólo una recuperación de los precios reales muy deprimidos que

Gráfico 4 / Valor de las exportaciones mundiales (1er. semestre 2008=100)



Fuente: en base a datos de la Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos (CPB).

Gráfico 5 / Precios reales de los productos básicos no petroleros (1980=100)



Fuente: Ocampo y Parra (2010), y actualizados con la misma metodología. Los precios de los commodities fueron deflactados por el Valor Unitario de las Manufacturas estimado por el Banco Mundial.

habían predominado desde los años ochenta, que además sólo fue parcial en el caso de la agricultura tropical. Por el contrario, los precios de los metales alcanzaron picos históricos en términos reales en el período 2006-2008. Una de las reflexiones de esta tendencia es que las mejoras de los términos de intercambio durante el auge se concentraron en las economías exportadoras de minerales (incluyendo el petróleo): Venezuela y Chile, seguidos por Bolivia, Ecuador, Perú y Colombia, con Argentina, exportadora de productos agrícolas, apenas en el séptimo lugar de la lista y con un auge tardío (Ocampo, 2009, Gráfico 2). Después del colapso inicial, los precios de los productos básicos se recuperaron con rapidez y el nivel real promedio siguió siendo favorable en 2009, en especial, una vez más, en el caso de los metales.

Por lo tanto, las perturbaciones externas tuvieron efectos muy diversos. Los exportadores de productos básicos disfrutaron de una situación favorable en comparación con los exportadores de manufacturas y con los países que dependen de las remesas. Esto explica buena parte de la diversidad de efectos de la crisis en toda América Latina, en especial su patrón “norte-sur”. Los acontecimientos financieros explican la cronología: un fuerte impacto inicial seguido por una rápida recuperación. Pero los factores internos también desempeñaron un papel importante.

III. Capacidad de resistencia y respuestas de política

La necesidad de adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas como respuesta al choque adverso generó un consenso mundial inicial durante la crisis reciente, seguido por una creciente divergencia de opiniones sobre cómo combinarlas con la sostenibilidad fiscal. Esto se observa con claridad en el contundente retorno de la palabra “anticíclico”, que había sido erradicada o al menos marginada del léxico de la economía convencional predominante en las últimas décadas. También sirvió para dar forma a la respuesta macroeconómica del Grupo de los 20 y de las instituciones financieras internacionales, tanto el FMI como los bancos multilaterales de desarrollo. En el caso del FMI, derivó en la duplicación de todas las líneas de crédito, la creación de nuevas líneas preventivas y la posibilidad de utilizar las líneas tradicionales con esa finalidad. Se capitalizaron los bancos multilaterales de desarrollo, los que también respondieron ampliando considerablemente su oferta de crédito y reconociendo de manera explícita que desempeñan un papel anticíclico. La Reserva Federal de Estados Unidos extendió los canjes

(*swaps*) a algunos países emergentes, en especial a Brasil y México en América Latina, y China hizo lo propio con Argentina.

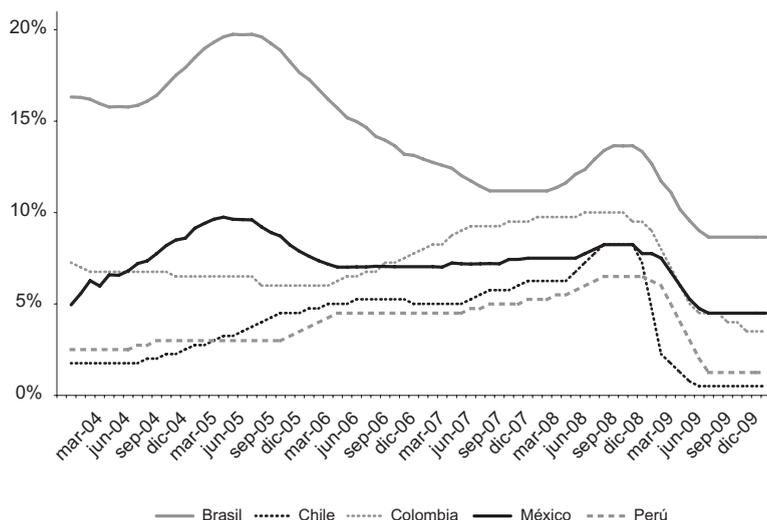
Además, varios países latinoamericanos tuvieron mayor capacidad de maniobra que en el pasado para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas. Sin embargo, las razones por las que disfrutaron de este “espacio de política” siguen siendo motivo de debate. De acuerdo con el FMI (2009, Capítulo III) entre otros, este fenómeno refleja “esquemas de política económica más sólidos”, lo que en su interpretación significa una combinación de metas de inflación, tipos de cambio flexibles, sostenibilidad fiscal, perfiles adecuados de deuda del sector público y déficits en cuenta corriente sostenibles. Denominaremos a este paradigma el “nuevo esquema de política económica ortodoxa”. Las interpretaciones alternativas subrayan la necesidad de diseñar esquemas anticíclicos explícitos cuyo principal propósito sea suavizar los ciclos económicos (es decir, la actividad económica real y el empleo) generados por los flujos de capital procíclicos que enfrentan los países en desarrollo (vea Ocampo, Rada y Taylor, 2009, capítulo 7). En algunos casos, el esquema ortodoxo puede ayudar a alcanzar objetivos anticíclicos, pero en otros no. Un punto de encuentro entre ambas interpretaciones es el consenso que existe sobre la importancia de una regulación y supervisión prudencial sólidas de las instituciones financieras locales.

Durante la reciente crisis, el cambio más importante se produjo en el área monetaria. Los países pudieron evitar el alza inicial de las tasas de interés, un factor que caracterizó a las crisis anteriores (García y Marfán, 2011). Esto llegó con un rezago después del estallido de la crisis global en septiembre de 2008, debido a la persistencia inicial de tendencias adversas en los precios de los alimentos que habían derivado en una aceleración de la inflación en la mayoría de los países durante el primer semestre de 2008. Entre las economías que utilizan las tasas de interés del Banco Central como principal instrumento de política, Colombia inició el proceso de reducción de estas tasas en diciembre de 2008, pero el país que dio pasos más agresivos fue Chile, durante el primer semestre de 2009, seguido por Colombia y Perú, mientras que Brasil y México se mostraron algo renuentes a reducir las tasas de política en forma tan drástica (véase el Gráfico 6). Téngase en cuenta, sin embargo, que esto no refleja una política anticíclica consistente por parte de los bancos centrales durante el ciclo económico reciente porque, con excepción de Colombia, no tomaron medidas para enfriar la economía durante los años de auge, y el aumento de las tasas de interés llegó relativamente tarde en el proceso (cuando se produjo el alza

internacional de precios de los alimentos). Esto puede estar reflejando los sesgos que genera la focalización exclusiva (o primaria) en las metas de inflación, dado que la apreciación del tipo de cambio durante los auges ayuda a conseguir bajas tasas de inflación pese al auge de la demanda interna, mientras la cuenta corriente de la balanza de pagos se deteriora para absorber el exceso de demanda interna.

Durante la crisis se adoptaron otras políticas monetarias y crediticias expansivas, incluyendo la reducción de encajes, que revirtieron los aumentos que se habían producido durante el período de aceleración de la inflación, y la creación de algunas líneas de crédito por parte de los bancos centrales. En oposición al nuevo esquema ortodoxo, también incluyeron el uso de los bancos estatales como instrumento activo para aumentar los préstamos locales. Esta política, que fue el eje de las medidas anticíclicas centrales en China e India, fue utilizada por varios países latinoamericanos, pero sólo tuvo un impacto importante en Brasil debido a la alta participación de los bancos del sector público en ese país. Fuera de Brasil, el crédito no experimentó una recuperación rápida, lo que indica que los efectos de las políticas monetarias expansivas fueron limitados.

Gráfico 6 / Decisiones de tasa de interés de los Bancos Centrales (tasa % anual)



Fuente: CEPAL.

De igual importancia es el hecho de que América Latina pudo evitar crisis financieras internas, una de las características centrales de sus crisis pasadas. Las fuertes regulaciones prudenciales que se habían puesto en marcha como respuesta a las crisis del pasado fueron una parte importante de esta historia, si bien no incluyeron regulaciones prudenciales anticíclicas, tema que había estado en la agenda durante varios años como resultado de la experiencia pionera de España en este campo. Sí incluyeron, en cambio, intentos por reducir la dolarización en países con un gran porcentaje de activos y pasivos internos en moneda extranjera, o por gestionar los riesgos adicionales que generan. Perú y Uruguay fueron dos ejemplos importantes en este sentido, mientras que Bolivia también pudo reducir la dolarización de la deuda interna del sector público. También fue importante el bajo nivel de dependencia a los fondos externos para el financiamiento bancario, un punto en el que Chile es un ejemplo menos exitoso (CEPAL, 2009).

En cuanto a la política cambiaria, hubo diversas estrategias pero ninguna de ellas pertenece al estándar ortodoxo de una política de tipo de cambio flexible pura. Entre las grandes economías de la región, Brasil, Chile, Colombia, Perú y México lograron absorber parte del impacto inicial mediante la flexibilidad en el tipo de cambio; a su vez, todos estos países experimentaron una apreciación desde el segundo trimestre de 2009, cuando los mercados internacionales de capitales empezaron a recuperarse. Sin embargo, ninguna de estas economías siguió una política de tipo de cambio flexible pura sino una combinación pragmática de flexibilidad cambiaria e intervenciones activas en el mercado de divisas y, en términos más generales, la administración de reservas (y también, en el caso de Chile, de fondos de estabilización de carácter fiscal). Perú intervino con firmeza en el mercado cambiario y logró suavizar la volatilidad del tipo de cambio, mientras que Brasil y Colombia experimentaron tipos de cambio particularmente volátiles (FMI, 2010b, capítulo 2); este patrón también había predominado en estos dos países durante los años de auge (Ocampo, 2007). Una excepción a las grandes intervenciones en los mercados de divisas durante los años de auge fue México que, sin embargo, se unió al club de los interventores durante la crisis. Fuera de estos casos, hubo un conjunto diverso de experiencias, que incluyen la dolarización (Ecuador, El Salvador y Panamá), regímenes de devaluación gradual de diferente tipo (Argentina, Bolivia y Costa Rica) y otros regímenes “intermedios”. El único país que tuvo problemas importantes en la administración del tipo de cambio fue Venezuela, que ha utilizado esquemas cambiarios con reminiscencias de políticas latinoamericanas del pasado, en buena medida ya abandonadas, como tipos de cambio múltiples

con una sobrevaluación significativa del tipo fijo básico (insuficientemente devaluado en enero de 2010 y una simplificación aún más fuerte a comienzos de 2011).

En cualquier caso, la flexibilidad ortodoxa del tipo de cambio no es una panacea, dado que puede generar una significativa inestabilidad en los tipos de cambio reales y, por lo tanto, en el indicador básico de precios relativos que enfrentan los sectores productores de bienes y servicios transables. Por consiguiente, puede desalentar la inversión en estos sectores y afectar de manera adversa el crecimiento (vea Frenkel y Rapetti, 2010). Por otro lado, frente a flujos de capitales procíclicos, es racional, como política prudencial, absorber la abundancia de capital extranjero durante los períodos de auge mediante la acumulación de reservas internacionales. Existe hoy un consenso generalizado en que este autoseguro contra las crisis puede tener un efecto estabilizador (incluso en las economías que adoptan regímenes de tipo de cambio relativamente flexibles) y darle capacidad de maniobra a las políticas monetarias y fiscales anticíclicas. Esto es lo que hicieron la mayor parte de los bancos centrales del mundo en desarrollo, incluyendo los de América Latina, durante los picos de mayor auge de financiamiento externo: el segundo semestre de 2006, el primero de 2007, el primer semestre de 2008 y a partir de mediados de 2009. En este sentido, los regímenes cambiarios intermedios son más consistentes con las políticas anticíclicas que la flexibilidad ortodoxa del tipo de cambio.

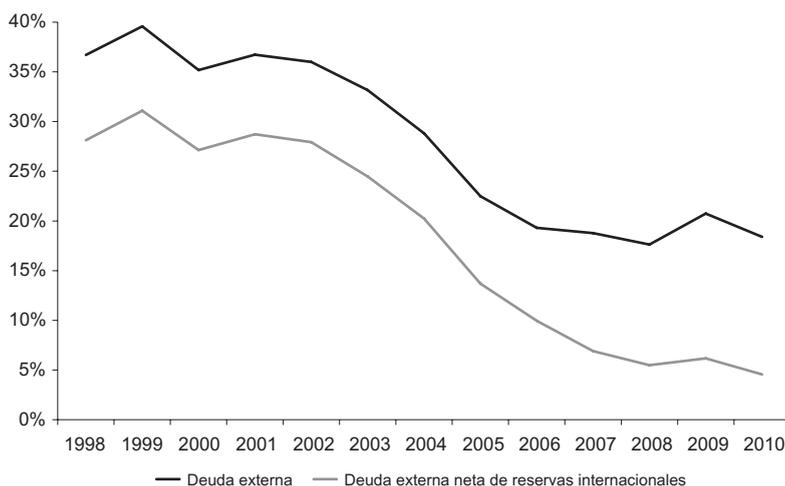
Las intervenciones en los mercados cambiarios pueden combinarse con algunas regulaciones de la cuenta financiera y de capital. El FMI ha reconocido su virtud como herramienta prudencial durante los auges de financiamiento externo (Ostry *et al.*, 2010) y es, además, una política recomendada desde hace algún tiempo por los defensores de las políticas macroeconómicas anticíclicas (Ocampo, 2003; Marfán, 2005; Ffrench-Davis, 2008). Colombia aplicó algunas intervenciones durante los años del auge y Brasil introdujo un impuesto al ingreso de capitales destinado a deuda en 2009, pero ambas estrategias fueron demasiado moderadas como para tener un impacto significativo frente a los grandes incentivos de las operaciones de *carry trade* y de otros ingresos de capitales generados por las fuertes presiones apreciatorias en ambos países. Brasil triplicó su impuesto al ingreso de capitales en octubre de 2010; esta decisión ha mejorado en parte su impacto.

Hay consenso respecto sobre otros dos factores que también ayudaron a mejorar el espacio para las políticas anticíclicas. El primero fue un mayor uso de los

mercados locales de bonos para financiar a los gobiernos y, de manera creciente, aunque en menor medida, también a los sectores corporativos. Esto reduce de forma significativa los riesgos cambiarios del sector público, riesgos que generan considerables aumentos en los coeficientes de endeudamiento externo de este sector durante las crisis, a medida que se deprecia el tipo de cambio. El segundo factor fue la reducción de las deudas externas, que seguían siendo altas hasta principios del nuevo milenio. Esto, junto con la acumulación de reservas internacionales, derivó en una mejora de los balances *externos*, sin duda el avance más importante que se logró durante los años de auge (Ocampo, 2007). La Iniciativa para los Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés) apoyó también la reducción de la deuda de los países de bajos ingresos de la región, así como la renegociación unilateral de la deuda argentina después de la crisis de 2001-2002. Tal como ilustra el Gráfico 7, la deuda externa, tanto en términos brutos como netos de reservas internacionales, seguía siendo alta en 2003 pero luego bajó marcadamente. La deuda neta era de sólo el 5% del PIB en 2008 y aumentó sólo con moderación en 2009.

¿En qué medida este resultado fue consecuencia de una gestión prudente de la demanda agregada, según se refleja en los excedentes de cuenta corriente que

Gráfico 7 / Deuda externa como porcentaje del PIB a los tipos de cambio de 2000

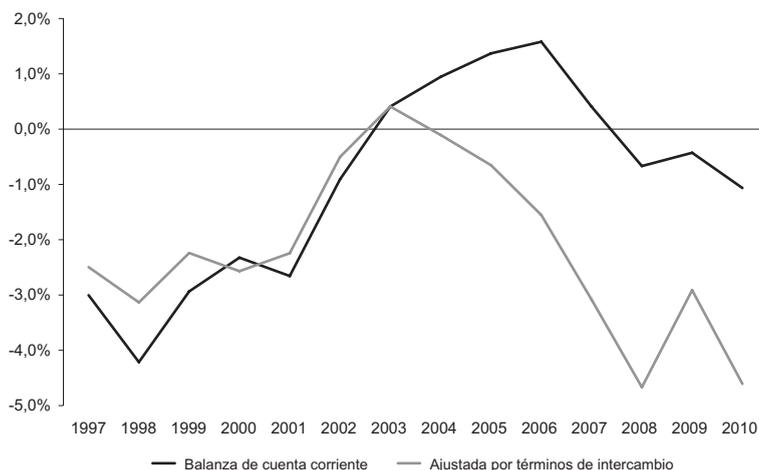


Fuente: estimaciones del autor en base a datos de CEPAL.

caracterizaron a los años del auge? Para la mayoría de los países la respuesta es claramente negativa porque las mejoras de cuenta corriente fueron, en esencia, producto del auge en los términos de intercambio. Tal como indica el Gráfico 8, cuando se corrige por los efectos de los términos de intercambio, se observa un marcado deterioro de la cuenta corriente del conjunto de la región hacia niveles que para 2008 eran significativamente más desfavorables a los que precedieron a la crisis de fines del siglo XX. Además, este patrón se repitió en la mayoría de los países, con algunas pocas excepciones, como Argentina, Bolivia y Uruguay (Ocampo, 2009, Tabla 6). Por lo tanto, los inusuales excedentes de cuenta corriente durante los años de auge no fueron resultado de una política prudente de balanza de pagos o de demanda agregada, sino que América Latina gastó –y para el año 2008 gastó en exceso– los ingresos en divisas resultantes del auge de los precios de productos básicos. En este sentido, se produjo un ajuste importante en el año 2009, equivalente a alrededor de dos puntos porcentuales del PIB.

En el terreno fiscal, la historia es similar. En primer lugar, la prudencia fiscal ha sido una característica de América Latina desde la década de 1990 o incluso desde fines de los años ochenta –y *no* una nueva característica surgida durante

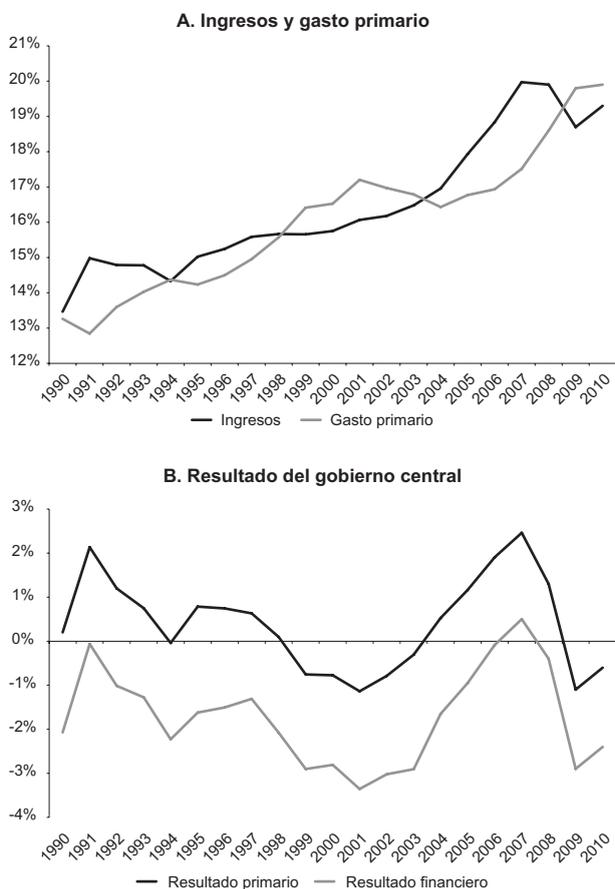
Gráfico 8 / Saldo de cuenta corriente como porcentaje del PIB con y sin ajuste por efecto de los términos de intercambio (términos de intercambio de 2003=1)



Fuente: estimaciones del autor en base a datos de CEPAL.

el auge de 2004-2008— y, en este sentido, es en realidad un legado de la crisis de la deuda. Tal como indica el Gráfico 9, los desequilibrios fiscales promedio han sido moderados durante las últimas dos décadas, con un patrón cíclico que puede describirse como esencialmente procíclico con algunos rezagos. Durante la recuperación, el gasto público responde con un rezago al aumento de los ingresos, generando de este modo políticas muy procíclicas al final del período de auge. Éste había sido el patrón al final de la expansión de los años noventa y se repitió con mayor intensidad en el período 2007-2008, cuando el crecimiento del gasto primario se ubicó en un promedio (no ponderado) de más del 10% en

Gráfico 9 / Finanzas de los gobiernos centrales (% del PIB, promedios simples)



Fuente: estimaciones del autor en base a datos de la CEPAL. Excluye a Brasil y la Rep. Dominicana hasta 1996.

términos reales. En países en los que los ingresos del sector público dependen mucho, de manera directa o indirecta, de los recursos naturales, el auge de los precios de productos básicos se reflejó también en un acelerado aumento de los ingresos fiscales. Durante el primer año posterior a la crisis, la dinámica del gasto mantuvo el patrón del auge (con alguna moderación) generando, junto con la caída de los ingresos, un aumento del déficit del sector público que tuvo efectos anticíclicos. Si la crisis hubiese continuado, tal como lo hizo a fines de la década de los noventa, el crecimiento del déficit y de las deudas hubiese derivado en una política procíclica destinada a corregir los desequilibrios fiscales.

Este efecto fiscal anticíclico inicial de la política fiscal fue una característica del año 2009, pero también lo había sido de 1998, como ilustra el Gráfico 9. El efecto fue más fuerte en 2009 debido a que la recesión fue más profunda y afectó seriamente los ingresos fiscales, incluyendo los derivados de los recursos naturales, y también debido al aumento abrupto del gasto primario como proporción del PIB, que reflejó el continuo incremento del gasto pero también la reducción del PIB. El crecimiento del gasto primario real del sector público cayó, de hecho, al 6,6% de un promedio de 8,1% durante el auge y, tal como se indicó anteriormente, de más del 10% en 2007-2008. Hubo también algunos recortes impositivos anticíclicos, en especial en Argentina, Brasil y Chile, aunque todos fueron relativamente moderados (por debajo del 1% del PIB) (CEPAL, 2010b, Figura I.28).

La percepción de que la política fiscal siguió siendo procíclica durante el auge de 2004-2008 para la mayoría de los países coincide con las evaluaciones del BID (2008), el FMI (2009, capítulo IV) y Ocampo (2009). Esto refleja un conjunto diverso de experiencias nacionales. La Tabla 1 presenta una tipología del desempeño de diferentes países de América Latina durante el reciente ciclo (auge y crisis). Clasifica como anticíclicas a las políticas fiscales de los países que cumplen dos criterios: (i) la elasticidad del gasto primario en relación al PIB fue inferior a uno durante los años del auge ya sea en relación con el crecimiento del PIB durante esos años o con el crecimiento del PIB desde 1990; y (ii) el crecimiento del gasto real primario en 2009 fue más acelerado que durante los años del auge, o más acelerado que el promedio latinoamericano en uno de los casos. De acuerdo con estos criterios, sólo un tercio de los países tuvo políticas fiscales anticíclicas. La mitad de los países podría caracterizarse como de políticas fiscales procíclicas: rápido crecimiento del gasto durante el auge, seguido por una desaceleración –por lo general muy marcada– durante la crisis. Por último, tres países tuvieron una política fiscal procíclica durante el auge y

continuaron con un rápido crecimiento del gasto durante la crisis; estos países se caracterizan por tener un aumento rápido y persistente del gasto. Según algunas evaluaciones nacionales (vea Barbosa, 2010), Brasil debería quizá ubicarse en esta categoría en lugar de la correspondiente a la política procíclica, que es donde se lo ubica de acuerdo con las fuentes de datos utilizados para estimar la Tabla 1. En promedio, según esta metodología América Latina adoptó una política fiscal moderadamente procíclica.

Es probable que la política salarial, que suele ignorarse en estos análisis, debiera considerarse también como un factor que tuvo efectos anticíclicos durante la

Tabla 1 / Caracterización del Gasto Fiscal

	Crecimiento anual real Gasto primario			Crecimiento del gasto 2004-08 vs. crecimiento del PIB en:	
	2004-08	2009	2010	2004-08	1990-2008 ^{1/}
Contracíclico					
Chile	5,5%	15,3%	4,4%	1,10	0,98
El Salvador	1,6%	10,8%	5,1%	0,54	0,46
Paraguay	2,0%	28,0%	11,4%	0,39	0,71
Perú	7,3%	12,7%	12,6%	0,95	1,50
Crecimiento sostenido del gasto 2004-09					
Argentina	12,3%	19,7%	14,5%	1,44	2,92
Colombia	7,7%	10,9%	-4,2%	1,41	2,17
Costa Rica	7,6%	10,6%	3,3%	1,27	1,46
Guatemala	2,3%	4,6%	3,3%	0,41	0,46
Uruguay	7,0%	7,4%	10,7%	0,85	2,27
Procíclico					
Bolivia	10,2%	0,2%	10,2%	2,11	2,66
Brasil	7,9%	2,2%	10,6%	1,63	2,56
Rep. Dominicana	11,7%	-12,1%	0,7%	1,67	3,44
Ecuador	19,7%	6,0%	7,4%	3,39	5,66
Honduras	8,1%	3,5%	-3,8%	1,33	1,92
México	5,7%	3,4%	-3,6%	1,97	2,25
Nicaragua	6,9%	5,1%	3,0%	1,71	2,05
Panamá	12,8%	-0,3%	6,3%	1,21	1,95
Venezuela	12,6%	-1,4%	-12,5%	1,18	3,85
Promedio para A. L.	8,3%	7,0%	4,4%	1,34	2,18

1/ 1997-2008 para Brasil y la Rep. Dominicana.

Fuente: estimaciones del autor sobre la base de datos de la CEPAL.

reciente crisis. La desaceleración de la inflación de los alimentos tuvo, por sí sola, un efecto positivo sobre los salarios reales. Pero esto se combinó con una política activa de salario mínimo en varios países. El efecto conjunto de estos dos factores fue un aumento importante de los salarios mínimos reales de la mayoría de los países (CEPAL, 2010b, Tabla A-26).

IV. Implicaciones de política

Una implicación básica del análisis precedente es que la reciente fortaleza de la región no se debe en su totalidad a “esquemas de política económica más sólidos”, en el sentido de la nueva ortodoxia, ni se debe en modo alguno a un cambio generalizado hacia políticas macroeconómicas anticíclicas. Primero, algunos de estos resultados fueron producto de factores externos favorables no sólo durante los años del auge sino también durante la crisis. Respecto de esta última, sobresalen dos factores (en cierto sentido de buena suerte): la rápida estabilización de los mercados financieros internacionales (gracias a la acción masiva de los países desarrollados) y los precios de los productos básicos volátiles pero relativamente altos (gracias a la demanda de China).

Respecto de las políticas macroeconómicas nacionales, la evolución de la cuenta corriente ajustada por los términos de intercambio durante los años del auge refleja una política macroeconómica que puede caracterizarse como esencialmente procíclica, y lo mismo puede decirse de la política fiscal en la mayoría de los países. Por lo tanto, la fortaleza de la balanza de pagos y la cuenta del sector público durante el auge fueron más el resultado de altos ingresos que de moderación de la política macroeconómica. En realidad, la política monetaria, que fue anticíclica durante la crisis, no lo fue durante el auge en la mayoría de los países. Por consiguiente, la fortaleza de la región cuando la crisis la azotó no estuvo, en realidad, asociada a políticas macroeconómicas anticíclicas sino a mejores balances externos facilitados por condiciones externas excepcionales, que se reflejó en un moderado endeudamiento externo del sector público y en un aumento de las reservas internacionales. Las políticas financieras internas también tuvieron efectos positivos, en particular la regulación prudencial fuerte –si bien el foco anticíclico siguió estando ausente–, promoción de los mercados internos de bonos, limitada dependencia al financiamiento externo por parte de la mayoría de los sistemas bancarios y una reducción de la dolarización en algunos países.

La incorporación de la inflación como objetivo central de la política macroeconómica también significó un paso adelante en una región que experimentó varias hiperinflaciones y un período de inflación generalizada moderada o alta, en especial en los años ochenta. Si las metas de inflación son o no la clave para explicar este resultado es un tema discutible. En realidad, la experiencia durante los años del auge indica que las metas de inflación pueden, en verdad, limitar las acciones anticíclicas de los bancos centrales si la rápida expansión de la demanda interna no se refleja en un aumento de la inflación, en esencia porque está acompañada de una apreciación del tipo de cambio y un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos. La crisis también dejó en claro que la focalización de los bancos centrales en la inflación es un enfoque subóptimo. En los países industrializados, los bancos centrales han estado más preocupados en los últimos años por la recuperación económica y la estabilidad financiera interna, dos objetivos reconocidos implícita y (en ocasiones) explícitamente como objetivos centrales de política de estas instituciones.

En los países en desarrollo, los bancos centrales deberían también focalizarse en garantizar tipos de cambio relativamente estables y competitivos. Como hemos visto, pocos bancos centrales siguieron regímenes ortodoxos de tipo de cambio flexible. Este abandono de la ortodoxia es afortunado porque ayuda a absorber el ingreso excesivo de capitales durante los años de auge mediante la acumulación de reservas internacionales, una política que mejora la capacidad de maniobra para las políticas monetarias y fiscales anticíclicas durante los ciclos desfavorables (función de autoseguro) y ayuda a evitar los efectos adversos de los tipos de cambio volátiles y no competitivos sobre el crecimiento. En este sentido, las intervenciones de los bancos centrales en los mercados cambiarios estuvieron muy por debajo de lo óptimo en varios países de la región. Las regulaciones de la cuenta de capitales también pueden desempeñar un papel útil para moderar los efectos macroeconómicos del auge del ingreso de capitales, pero fueron utilizadas de manera bastante limitada. Esto significa que podrían tener un uso mucho más amplio.

En síntesis, podríamos decir que la experiencia de América Latina, como la de otras regiones del mundo, durante las últimas décadas señala que los bancos centrales deberían tener múltiples objetivos. No cabe duda de que la complejidad generada por objetivos múltiples dificulta la gestión de la política monetaria, pero quizá sea éste el significado real de lo que significa contar un “esquema de política económica más sólido”, no el nuevo foco ortodoxo en metas de inflación

y tipos de cambio flexibles. Esto debería combinarse con reglas fiscales anticíclicas, afortunadamente enfatizadas en los actuales debates de política económica, con Chile como el único país que las adoptó antes de la crisis (Ffrench-Davis, 2010). Y el enfoque debería seguir combinándose con una regulación y supervisión adecuada de los sistemas financieros nacionales, incluyendo regulaciones prudenciales anticíclicas. En términos generales, este paquete de política se orienta más a un enfoque anticíclico que el paradigma de la nueva ortodoxia, que debería seguir siendo sometido a significativas revisiones.

Referencias

Barbosa, N. (2010). “Countercyclical Policies in Brazil: 2008-09”. *Journal of Globalization and Development*, Vol. 1, N° 1, Art. 13.

BID (2008). *All that Glitters May Not be Gold: Assessing Latin America’s Recent Macroeconomic Performance*. Washington, D.C., abril.

BID/FOMIN (2010). *Las remesas en América Latina y el Caribe durante el 2009: Los efectos de la crisis financiera global*. www.iadb.org.

CEPAL (2009). *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*. Santiago.

CEPAL (2010a). *International trade in Latin America and the Caribbean 2009: Crisis and Recovery*. Versión actualizada, mayo.

CEPAL (2010b). *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2009-2010*. Santiago, julio.

CEPAL (2010c). *Capital flows to Latin America: Recent developments*. Washington, 29 de octubre.

Cornia, G. A. (2010). “Income Distribution under Latin America’s Center-Left Regimes”. *Journal of Human Development and Capabilities*, febrero.

Ffrench-Davis, R. (2008). “From financieristic to real macroeconomics: Seeking development convergence in emerging economies”. Documento de Trabajo 44, Commission on Growth and Development, diciembre.

Ffrench-Davis, R. (2010). “Latin America: The Structural Fiscal Balance Policy in Chile: A Move Toward Countercyclical Macroeconomics”, *Journal of Globalization and Development*, Vol. 1, N° 1, Art. 14.

FMI (2009). *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere: Crisis averted—What is next?* Washington, D.C., octubre.

FMI (2010a). *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere: Taking advantage of tailwinds*. Washington, D.C., mayo.

FMI (2010b). *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere: Heating up in the South, Cooler in the North*, octubre.

Frenkel, R. y M. Rapetti (2010). “Economic Development and the International Financial System”. Capítulo 14 en *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2009 World Financial Crisis*, editado por S. Griffith-Jones, J. A. Ocampo y J. E. Stiglitz. New York: Oxford University Press.

García, P. y M. Marfán (2011). “Monetary policy in Latin America: Performance under crisis and the challenges of exuberance”. Capítulo 9 en *Handbook of Latin American economics*, editado por J. A. Ocampo y J. Ros. New York: Oxford University Press, en prensa.

Izquierdo, A., R. Romero y E. Talvi (2008). “Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors”. Documento de Trabajo 631, Departamento de Investigaciones del BID, Washington, D.C., febrero.

JPMorgan (2008). “Determinants of Mexico’s remittances from the U.S”. *Global Data Watch* (17 de octubre).

Marfán, M. (2005). “Fiscal Policy, Efficacy and Private Deficits: A Macroeconomic Approach”. En *Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*, editado por J. A. Ocampo. Palo Alto: Stanford University Press y CEPAL.

Naciones Unidas (2010). *World Economic Situation and Prospects 2010*, New York, enero.

Ocampo, J. A. (2003). “Capital Account and Counter-cyclical Prudential Regulations in Developing Countries”. En *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Economies*, editado por R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones. Basingstoke, Reino Unido: Palgrave Macmillan.

Ocampo, J. A. (2007). “La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana”, *Revista de la CEPAL*, N° 93 (diciembre).

Ocampo, J. A. (2009). “Latin America and the Global Financial Crisis”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, Nº 4 (julio).

Ocampo, J. A., C. Rada y L. Taylor (2009). *Growth and Policy in Developing Countries: A Structuralist Approach*. New York: Columbia University Press.

Ocampo, J. A. y M. Parra (2010). “The Terms of Trade for Commodities since the Mid-Nineteenth Century”. *Journal of Iberian and Latin American Economic History/Revista de Historia Económica*, Vol. 28, Nº 1 (marzo).

Ocampo, J. A., S. Griffith-Jones, A. Noman, A. Ortiz, J. Vallejo y J. Tyson (2010). “The Great Recession and the Developing World”. Documento preparado para la conferencia sobre “Cooperación para el Desarrollo en Tiempos de Crisis y Cumplimiento de los ODM”, organizada por la Presidencia Española de la Unión Europea, Madrid, junio, www.policydialogue.org.

Ostry, J. D., A. R. Ghosh, K. Habermeir, M. Chamon, M. S. Qureshi, y D. D. S. Reinhart (2010). “Capital Inflows: The Role of Controls”. Staff Position Note del FMI SPN/10/04, 19 de febrero, www.imf.org.

Reformas financieras e inestabilidad financiera*

Pablo Gluzmann

CONICET y CEDLAS - UNLP

Martín Guzman

Brown University y UNLP

Resumen

En este trabajo analizamos la relación empírica entre distintas reformas financieras y los niveles de inestabilidad financiera. También analizamos la relación entre liberalización financiera e inestabilidad financiera, utilizando como medida de liberalización un índice que agrega distintas reformas.

Utilizando datos de Laeven y Valencia (2008) sobre crisis bancarias, y Abiad *et al.* (2010) sobre reformas financieras y liberalización financiera, encontramos una relación positiva y robusta entre distintas reformas pro-liberalización del sistema financiero y frecuencia de crisis bancarias.

Además, encontramos que los efectos de las reformas difieren entre corto y largo plazo. En particular, el aumento de la inestabilidad financiera posreformas se concentra en los cinco años subsiguientes a esas reformas. Si no ocurre una crisis bancaria en esa ventana de cinco años que le siguen a la liberalización, luego resulta muy poco probable que se dé una crisis de ese tipo.

Finalmente, obtenemos que cada tipo de reforma difiere en cuanto a su contribución a la inestabilidad financiera. Se obtiene que todas ellas aportan a la probabilidad de ocurrencia de crisis bancarias, pero la liberalización del mercado de valores y la remoción de barreras a la entrada son las que tienen mayores efectos.

* Se agradecen los útiles comentarios y sugerencias de Emilio Depetris Chauvin, Juan Carlos Gozzi Valdez, Daniel Heymann, Peter Howitt, Ross Levine, Sophocles Mavroeidis y dos referís anónimos. También se agradece a Abdul Abiad por aclaraciones acerca de la base de datos sobre reformas financieras utilizada en el trabajo. Las opiniones vertidas en el presente trabajo son de los autores y no se condicionan necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: gluzmann@yahoo.com, martin_guzman@brown.edu.

Clasificación JEL: E44, F36, G01, G15.

Palabras clave: crisis bancarias, liberalización financiera, reformas financieras.

Financial Reforms and Financial Instability

Pablo Gluzmann

CONICET, CEDLAS - UNLP

Martín Guzman

Brown University, UNLP

Summary

In this paper we analyze empirically the relationship between different financial reforms and financial instability. We also analyze the relationship between financial liberalization and financial instability, where financial liberalization is measure as an aggregate of different financial reforms.

Using data from Laeven and Valencia (2008) on banking crises and from Abiad *et al.* (2010) on financial reforms, we find a positive relationship between financial liberalization and frequency of banking crises. This relationship remains robust to different specifications of the regression model.

Furthermore, we find that the effects of financial liberalization on financial instability are different in the short-run and in the long-run. The increase in financial instability that comes after financial reforms is mainly concentrated in the window of five years after the reforms. If a banking crisis does not occur during those five years, the probability of having a banking crisis later on becomes negligible.

Finally, we find that the contribution of every reform to financial instability differs. While every reform increases the probability of a banking crisis, the effect is higher for stock market reforms and for the removal of barriers to entry to the banking system.

JEL: E44, F36, G01, G15.

Key words: banking crises, financial liberalization, financial reforms.

I. Introducción

El período que procedió a la finalización de Bretton Woods ha sido caracterizado por un aumento notable de la inestabilidad financiera (Kindlerberger y Aliber, 2005; Reinhart y Rogoff, 2009). Los fenómenos de liberalización financiera, como muestra un amplio conjunto de literatura que se describe a continuación, han sido un factor clave para el incremento sistémico de la fragilidad financiera.

Existe una amplia literatura empírica que se enfoca en analizar distintos aspectos de la liberalización financiera, y sus efectos sobre distintas dimensiones de la macroeconomía y el crecimiento.

MacKinnon (1973) y Shaw (1973) son las referencias seminales en el campo. En tales trabajos se argumenta que la represión financiera en países en desarrollo provoca una asignación del capital ineficiente, y que la liberalización financiera, por medio de una unificación de los mercados de capital internos, fomenta el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Aplicaciones empíricas recientes, como Chinn e Ito (2006) y Detragiache y Tressel (2008) encuentran que la desregulación financiera conduce de hecho a una profundización del sistema financiero, pero también encuentran que una precondition para que esto suceda es un suficiente desarrollo institucional previo.

Buena parte del análisis empírico realizado se enfoca en reformas particulares, y padece del problema de falta de información adecuada, tanto por el largo de la serie como por la cantidad de países y episodios que cubren las muestras. Quinn y Toyoda (2008) es un ejemplo en este sentido. Tal artículo testea si la liberalización de la cuenta de capital conduce a mayor crecimiento económico utilizando medidas *de jure* de apertura de la cuenta de capital y la cuenta corriente. Construyen un índice que mide la magnitud de las restricciones sobre la cuenta de capital. Concluyen que la liberalización de la cuenta de capital está positivamente asociada al crecimiento económico tanto en países desarrollados como en economías emergentes. A diferencia de parte de la literatura previa, no encuentran efectos robustos sobre el crecimiento económico de la interacción entre el índice de liberalización de la cuenta de capital y variables institucionales que afectan al sector financiero. Abiad y Mody (2005) encuentran que las crisis de balanza de pagos promueven las reformas del sector financiero, pero las crisis bancarias las revierten. No analizan la eventual causalidad de liberalizaciones financieras a inestabilidad financiera. Mendoza y Terrones (2008) encuentran que el 33%

(22%) de los *booms* de crédito observados en el período 1965-2006 en economías desarrolladas (emergentes) ocurrieron luego de eventos de reformas financieras amplias. Los pros y contras del gradualismo (Malasia) *versus* el cambio repentino (Indonesia) en los procesos de liberalización son analizados por Nasution (en Fanelli y Medhora, 1998).

De modo general, la liberalización financiera, al permitir a los bancos y al resto de los intermediarios financieros más libertad de acción, incrementa las oportunidades para tomar riesgos. Esto tiende a aumentar el grado de fragilidad financiera, pero esto no es necesariamente malo para la economía. No obstante, si la regulación es inefectiva para controlar el comportamiento de los intermediarios financieros, la liberalización puede incrementar la fragilidad financiera más allá de los límites “socialmente deseables”. Asimismo, dado que las capacidades para monitorear a los prestamistas riesgosos, para administrar una cartera riesgosa y para llevar a cabo una supervisión eficiente solo pueden ser adquiridas de forma gradual por medio de un proceso de aprendizaje en la actividad (*learning-by-doing*), en un sistema que ha sido liberalizado recientemente, los bancos pueden tender a ser más vulnerables.

Un conjunto amplio de la literatura sobre liberalización financiera se enfoca en sus efectos sobre el crecimiento. Christiansen *et al.* (2009) presentan una evaluación simultánea de la relación entre crecimiento económico y tres grupos de reformas económicas: del sector financiero interno, comerciales y de la cuenta de capital. Encuentran que las reformas del sector financiero y las asociadas al comercio exterior están robusta y positivamente asociadas con el crecimiento económico, pero solamente en las economías de ingreso medio. No encuentran una relación sistemática entre la liberalización de la cuenta de capital y el crecimiento económico. Levine (1997, 2005) ofrece una revisión general de la literatura sobre los beneficios de las reformas financieras internas sobre el crecimiento. Las aplicaciones empíricas en esta literatura utilizan típicamente medidas *de facto* del desarrollo financiero interno (y su profundidad), tales como el ratio del crédito privado interno sobre PBI o el ratio de pasivos líquidos (M2) sobre PBI. El consenso establecido indica que un mayor nivel de desarrollo financiero está asociado a tasas de crecimiento del producto más altas y a incrementos de eficiencia, aun introduciendo un número grande de controles (véase también Beck *et al.*, 2000a y 2000b; Aghion *et al.*, 2005). Usando medidas *de jure*, Bekaert *et al.* (2005) y Henry (2003) obtienen que las liberalizaciones de los mercados de activos están positivamente correlacionadas con la inversión y el crecimiento económico.

Bekaert *et al.* (2005) encuentran que las liberalizaciones de los mercados de valores, en promedio, llevan a un incremento del 1% en el crecimiento económico anual. El mecanismo causal que enfatizan indica que tales liberalizaciones reducen las restricciones de financiamiento, en el sentido de que más capital extranjero resulta estar disponible, y a la vez los inversores extranjeros demandan un mejor gobierno corporativo, lo que indirectamente reduce el costo de financiamiento interno y externo. Un mejor gobierno corporativo y una mejor protección a los inversores deberían promover el desarrollo financiero (La Porta *et al.* 1997) y en consecuencia el crecimiento (King y Levine, 1993). También encuentran que las liberalizaciones tienen un mayor efecto sobre el crecimiento económico si el país comienza con un nivel de desarrollo financiero que esté por encima del promedio.

En general, la literatura encuentra resultados mixtos en cuanto a la relación entre liberalización de la cuenta de capital y crecimiento económico (véase la revisión de la literatura realizada por Einchengreen, 2002). Mientras que por una parte es claro que la disponibilidad potencial de capitales externos es mayor luego de una liberalización, también es cierto que una vez que los capitales fluyen hacia dentro, luego pueden fluir hacia afuera, aumentando la inestabilidad financiera y macroeconómica. En este sentido, Rodrik (2001) sugiere que la inestabilidad de los flujos de capitales privados ha sido el determinante de mayor peso de la volatilidad macroeconómica en los países de América Latina y el Caribe durante los noventa. También, Rodrik y Subramanian (2009) y Kose *et al.* (2003) argumentan que la ausencia de una correlación fuerte entre el crecimiento económico de largo plazo e ingresos de capitales extranjeros se debe a que tales ingresos conllevan una apreciación del tipo de cambio real que daña a las oportunidades de inversión en el sector transable. Otro conjunto de teorías alternativas no tiene en sus implicancias efectos positivos de la liberalización sobre el crecimiento, por ejemplo, debido a asimetrías de información que impiden que el capital extranjero sea invertido en proyectos rentables (Stiglitz, 2000).

Loayza y Ranciere (2006) intentan reconciliar lo que ellos entienden como una aparente contradicción entre dos ramas de la literatura sobre los efectos de la intermediación financiera en la actividad económica. Por una parte, la literatura empírica sobre crecimiento encuentra el efecto positivo mencionado de la profundidad del sistema financiero (Beck *et al.*, 2000a). Por otra parte, la literatura sobre crisis bancarias y cambiarias encuentra que agregados monetarios tales como el crédito doméstico son los mejores indicadores líderes de las crisis

(Kaminsky y Reinhart, 1999). Loayza y Ranciere (2006) estiman un modelo en el cual diferencian efectos de corto y largo plazo, y obtienen una relación positiva de largo plazo entre intermediación financiera y crecimiento del producto junto a una relación negativa en el corto plazo.

Nosotros no analizamos los efectos de episodios de liberalización financiera sobre el crecimiento, sino que nos enfocamos solamente en sus efectos sobre la inestabilidad financiera, medida como la frecuencia de crisis bancarias. Demirguc-Kunt y Detragiache (2001) constituye el antecedente más cercano a nuestro análisis. Utilizando un panel de 53 países para el período 1980-1995, muestran que las crisis bancarias son más probables en países que han liberalizado su sistema financiero. Sin embargo, miden liberalización financiera utilizando una variable *dummy*, que no permite diferenciar las consecuencias del gradualismo en tales procesos. Un antecedente más reciente y cercano a nuestro análisis es Shehzad y De Haan (2009). Utilizando la misma base de reformas financieras que usamos nosotros, y usando la base de datos sobre crisis bancarias presentada en Honohan y Laeven (2005), encuentran que los episodios de liberalización financiera están asociados a menor probabilidad de crisis bancarias. El análisis de ese artículo difiere del nuestro en al menos tres sentidos. Primero, su variable dependiente es “existencia de crisis bancaria” en lugar de “comienzo de crisis bancaria”, que es nuestra variable dependiente en las secciones II y III. Considerando el citado resultado que obtienen Abiad y Mody (2005), de acuerdo al cual las crisis bancarias implican reversiones en los procesos de liberalización financiera (un resultado que de hecho puede ser replicado con la base más extensa que usamos en este trabajo), la estrategia de Shehzad y De Haan (2009) tiende a subestimar el coeficiente asociado a la liberalización financiera. En segundo lugar, no controlan por el nivel de libertad financiera en $t-1$, sino que sólo controlan por el nivel de libertad financiera al principio de la muestra (año 1973). En la sección II se verán las implicancias de esta diferencia metodológica. Finalmente, ellos estiman un modelo *probit* con efectos aleatorios, mientras que nosotros estimamos modelos con efectos fijos por países dado que la presencia de efectos no aleatorios entre países torna inconsistente las estimaciones (ver, por ejemplo, Wooldridge, 2010).

Nuestro análisis aporta a la literatura empírica existente por las razones que se describen a continuación. En primer lugar, utilizamos bases de datos más completas, tanto a nivel de series de tiempo como a nivel de corte transversal. En segundo lugar, el mayor rango del índice de liberalización financiera utilizado permite analizar las consecuencias del gradualismo en las reformas de un modo

que hasta ahora no era posible. En tercer lugar, el mayor largo de la serie de tiempo permite diferenciar efectos de corto y de largo plazo de los episodios de liberalización sobre la inestabilidad financiera, en la línea de lo que Loayza y Ranciere (2006) proponen para la relación entre liberalizaciones del sistema financiero y crecimiento económico. Finalmente, el hecho de que el índice de reformas financieras sea una agregación de distintas reformas nos permite analizar el efecto individual de cada reforma, de modo de cuantificar cuáles son las que más aportaron al crecimiento de la inestabilidad financiera.

El resto del trabajo se organiza del siguiente modo. En la sección II presentamos el problema básico, describimos las fuentes de información, definimos la metodología de trabajo, y obtenemos los primeros resultados para la relación entre liberalización financiera e inestabilidad financiera. En la sección III se presenta un análisis de robustez, que contiene la construcción de un test adaptado para datos de panel que toma elementos de dos trabajos clave en la literatura sobre robustez de regresiones de corte transversal. En la sección IV se analiza el efecto de cada reforma particular sobre la inestabilidad financiera, trabajando con cada una de las dimensiones del índice de reformas financieras presentado en la sección II. En la sección V se ofrecen las reflexiones finales.

II. Reformas financieras e inestabilidad financiera: un análisis empírico

El título de un artículo clásico de Carlos Díaz Alejandro (1985), “*Good-bye financial repression, hello financial crash*”, resume la conjetura general que pretendemos probar en esta sección: la liberalización financiera tiende a generar más inestabilidad financiera.

Además, se pretende probar que los efectos de los episodios de liberalización financiera sobre la inestabilidad del sistema bancario difieren entre el corto y el largo plazo.

II.1. Descripción de las fuentes de información

Para medir inestabilidad financiera, usamos la base de datos de crisis bancarias presentada en Laeven y Valencia (2008), que extiende la base construida por Caprio *et al.* (2005). La base cubre el universo de crisis bancarias sistémicas para el período 1970-2007, para 160 países, incluyendo información cualitativa

sobre 84 episodios de crisis y su resolución. La definición de crisis bancaria es amplia: hay una crisis si el sector corporativo y financiero de un país experimenta un número “grande” de *defaults* y las corporaciones e instituciones financieras enfrentan grandes dificultades para repagar los contratos en término. A diferencia de Caprio *et al.* (2005) y Reinhart y Rogoff (2009), esta base excluye eventos en los que hay dificultades para un conjunto aislado de bancos, que no generan problemas sistémicos. Para chequear las fechas a las que se asignan crisis, examinan si la crisis coincide con una corrida de depósitos, la introducción de un congelamiento de depósitos o fondos de garantía, o apoyos mediante provisión de liquidez a los bancos, o directamente intervenciones a los bancos. Alternativamente, requieren que el sistema bancario tenga una proporción grande de préstamos *non-performing*, y que la mayor parte del capital bancario haya sido consumida.

Sobre liberalizaciones financieras, utilizamos la base presentada en Abiad *et al.* (2010) sobre reformas financieras. La base cubre el período 1973-2005 para 91 economías. Distinguen siete dimensiones de políticas del sector financiero: controles de crédito y requerimientos de capital, controles de la tasa de interés, barreras a la entrada, propiedad estatal, políticas sobre los mercados de valores, regulaciones bancarias, y restricciones a la cuenta de capital. Para cada dimensión, se le da un *score* al país en una escala que va de cero a tres, con cero correspondiendo al grado más alto de represión, y tres indicando liberalización plena. Luego, agregando las siete dimensiones se obtiene un *score* que va de 0 a 21 para cada país. Una caída de 3 puntos o más en la medida de liberalización financiera es clasificada como una “reversión grande”; una caída de entre 1 y 2 puntos es clasificada como una “reversión”, un incremento de entre 1 y 2 puntos es clasificado como una “reforma”; y un incremento de más de tres puntos es clasificado como una “reforma grande”. Finalmente, los años en los que no hay cambios de política se clasifican como observaciones *statu quo*.

El índice muestra que las reformas financieras avanzaron de forma sustancial a lo largo de los treinta años de la muestra. Países en todos los grupos de ingreso y en todas las regiones experimentaron liberalizaciones en distinto grado y a distinta velocidad, aunque los países de mayor ingreso permanecieron más liberalizados durante ese rango de tiempo. A nivel individual, los procesos de reforma se caracterizaron típicamente por períodos largos de *statu quo*, con episodios de grandes liberalizaciones en algún momento. A nivel agregado (considerando promedios de grupos de países), la tendencia se muestra más suave.

II.2. Las regresiones básicas

Las ecuaciones (1) a (3) muestran las regresiones básicas, en las que regresamos la variable “crisis bancaria futura” (CF) en el nivel del índice de reforma financiera (IRF) y en el cambio del índice. La ecuación (2) agrega efectos fijos por país a la ecuación (1), y la ecuación (3) añade *dummies* por año a la ecuación (2).

$$CF_{it+1,t+h} = c + b_1 * IRF_{it} + b_2 * \Delta IRF_{it-x,t} + u_{it} \quad (1)$$

$$CF_{it+1,t+h} = c + b_1 * IRF_{it} + b_2 * \Delta IRF_{it-x,t} + f_i + u_{it} \quad (2)$$

$$CF_{it+1,t+h} = c + b_1 * IRF_{it} + b_2 * \Delta IRF_{it-x,t} + f_i + f_t + u_{it} \quad (3)$$

La variable $CF_{it+1,t+h}$ es una variable dicotómica, que toma valor 1 si se inició una crisis entre $t+1$ y $t+h$ en el país i , y 0 de otro modo, y c es una constante. Conjeturamos que la formulación de la ecuación (1) resuelve el problema de endogeneidad: se regresa la variable de crisis bancarias ocurridas **luego** de t , en los índices de reforma financiera disponibles **antes** de t .¹

Corremos un conjunto de regresiones con distintas especificaciones del modelo de regresión subyacente, y a la vez analizamos variantes que incluyen la presencia de no linealidades, y separan los efectos de la variable IRF de acuerdo a si lo que se observa son reformas o reversiones.

La Tabla 1 muestra los resultados de las regresiones básicas para dos especificaciones: modelo de regresión lineal y modelo logístico. La regresión se realiza especificando $h=5$ y $x=1$.

La Tabla 1 contiene tres paneles. En el panel superior se muestran los resultados de la regresión para todos los países de la muestra. En el panel central se muestran los resultados de la regresión que incluye sólo las economías desarrolladas. En el panel inferior se muestran los que corresponden a la regresión que incluye solamente a las economías emergentes de Asia, economías en transición, países de América Latina y el Caribe (en adelante emergentes).

¹ Para que la variable crisis bancaria futura influyese en las decisiones sobre liberalización financiera, las crisis deberían poder ser anticipadas. Pero si estas fuesen anticipadas previamente a la realización de planes del conjunto de agentes económicos, ¡entonces no serían crisis!

Tabla 1 / Resultados de las regresiones básicas con modelo de regresión lineal y con modelo logístico

	Variable dependiente: $CF_{t+1,t+5}$					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Todos los países						
IRF_t	-0,010 (7,65)***	-0,006 (3,35)***	-0,004 (1,06)	-0,072 (7,22)***	-0,047 (1,85)*	-0,003 (0,04)
Cambio en IRF entre t y $t-1$	0,035 (4,36)***	0,028 (3,75)***	0,014 (1,83)*	0,236 (4,89)***	0,198 (3,68)***	0,094 (1,43)
Observaciones	2.089	2.089	2.089	2.089	1.475	1.475
R ² / Pseudo R ²	0,030	0,160	0,210	0,033	0,014	0,099
Economías Avanzadas						
IRF_t	0,001 (1,02)	0,003 (1,65)	0,018 (4,81)***	0,028 (1,01)	0,063 (0,83)	1,646 (3,07)***
Cambio en IRF entre t y $t-1$	-0,005 (0,70)	-0,006 (0,80)	-0,021 (2,46)**	-0,124 (0,62)	-0,159 (0,80)	-0,867 (1,95)*
Observaciones	594	594	594	594	189	189
R ² / Pseudo R ²	0,000	0,130	0,220	0,004	0,016	0,613
Asia Emergente, Economías en Transición, America Latina y El Caribe						
IRF_t	-0,007 (2,93)***	-0,003 (0,81)	-0,009 (1,33)	-0,040 (2,84)***	-0,015 (0,49)	-0,102 (1,27)
Cambio en IRF entre t y $t-1$	0,055 (4,76)***	0,052 (4,61)***	0,039 (3,27)***	0,285 (4,74)***	0,282 (4,23)***	0,243 (3,02)***
Observaciones	928	928	928	928	800	800
R ² / Pseudo R ²	0,030	0,160	0,250	0,026	0,027	0,159

Notas: * significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%. Estadísticos t/z robustos entre paréntesis.

(1) Regresión lineal.

(2) Regresión lineal con efectos fijos por país.

(3) Regresión lineal con efectos fijos por país y variables dicotómicas por año.

(4) Regresión logística.

(5) Regresión logística con efectos fijos condicionales por país.

(6) Regresión logística con efectos fijos condicionales por país y variables dicotómicas por año.

El primer resultado de interés que obtenemos es consistente con la literatura previa (Levine, 1997, 2005): en las regresiones de datos agrupados, ya sea para la muestra entera o para la submuestra que incluye solamente países emergentes, se obtiene un coeficiente negativo y significativo para el nivel del índice de reforma financiera. Esto sugiere que una menor represión financiera está asociada a una menor inestabilidad financiera, y el efecto sobre la inestabilidad es más fuerte para aquellos países que aún no son desarrollados, que a la vez son los que más inestabilidad financiera exhiben.

Independientemente del modelo que se especifique, si no se incluyen *dummies* por año en la regresión que incluye a todos los países, se obtienen resultados consistentes con nuestra conjetura: los coeficientes del cambio en el índice de reforma financiera son positivos y significativos, lo que sugiere que la liberalización financiera aumenta la probabilidad de ocurrencia de una crisis bancaria en los cinco años siguientes. Este efecto se refuerza cuando la regresión se realiza solamente para las economías emergentes. Finalmente, cuando se corre la regresión solamente para los países avanzados, el efecto desaparece. De este modo, obtenemos que una liberalización financiera aumenta la inestabilidad del sistema bancario solamente en aquellos países que aún no se han desarrollado. Este resultado también es consistente con un conjunto de literatura previa ya mencionado, de acuerdo al cual los efectos de la liberalización financiera sobre la macroeconomía (en el caso de los artículos citados, se analiza en particular el efecto sobre el crecimiento) depende del grado de desarrollo institucional (Chinn e Ito, 2006; Detragiache y Tressel, 2008). Las economías avanzadas son justamente aquellas que tienen un mayor desarrollo de los sectores institucionales que influyen en el comportamiento del sistema financiero.

Al comparar las regresiones lineales con las de tipo logística debemos tener en cuenta que la introducción de efectos fijos genera dos limitaciones (ver, por ejemplo, Wooldridge, 2010): en primer lugar elimina los países sin variación en la variable dependiente (en este caso los países sin crisis) lo que puede generar sesgos de selección. En segundo lugar imposibilita el cálculo de efectos marginales lo que impide calcular los incrementos en probabilidad. La Tabla 1 muestra que en general, los resultados obtenidos mediante regresiones logísticas son muy similares a los que se obtienen bajo modelos lineales. Si tomamos los coeficientes de la columna (4) (que no presenta estas limitaciones), y calculamos los efectos marginales para un país/año promedio, tenemos que por ejemplo para el grupo de emergentes, el incremento de una unidad en el índice de liberalización es de -0,007 para el nivel de IRF y 0,052 para el cambio en el índice, lo que es muy similar a los coeficientes estimados por mínimos cuadrados ordinarios.

II.3. Introduciendo los primeros controles

Las Tablas 2 y 3 muestran los resultados de variantes a la ecuación básica que incluye la presencia de no linealidades, manifestadas como el cuadrado del cambio en el índice de reforma financiera, y la existencia de crisis en los años previos como control. La intuición que subyace a la inclusión de esta última variable en

la regresión es que cuando se da una crisis bancaria, su resolución implica una redefinición y restablecimiento de los pasivos de la economía, por lo que la probabilidad de tener una nueva crisis de forma casi inmediata debería caer drásticamente. La ecuación (4) describe la regresión:

$$CF_{it+1,t+h} = c + b_1 * IRF_{it} + b_2 * \Delta IRF_{it-x,t} + b_3 * (\Delta IRF_{it-x,t})^2 + \sum_{j=0}^x a_j * CP_{it-j} + u_{it} \quad (4)$$

donde CP_{it-j} es una variable dicotómica que vale 1 si el período $t-j$ es un período de crisis en el país i y 0 en cualquier otro caso, y c es una constante.

La Tabla 2 resume los resultados de la regresión lineal con efectos fijos por país, y la Tabla 3 los de la regresión logística con efectos fijos por país, para $h=5$ en economía emergentes.

Tabla 2 / Resultados de la regresión lineal con efectos fijos por país

Asia Emergente, Economías en Transición, America Latina y El Caribe						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
IRF_t	-0,003 (0,81)	0,000 (0,08)	-0,003 (0,90)	0,000 (0,04)	-0,003 (0,86)	0,000 (0,08)
Cambio en IRF entre t y $t-1$	0,052 (4,61)***	0,045 (4,23)***	0,063 (5,28)***	0,049 (4,04)***		
Cambio en IRF entre t y $t-1$, al cuadrado			-0,004 (1,43)	-0,002 (0,51)		
Cambio en IRF entre t y $t-1$, positivos					0,046 (3,37)***	0,045 (3,52)***
Cambio en IRF entre t y $t-1$, negativos					0,080 (3,80)***	0,045 (2,05)**
Crisis en t		-0,217 (6,01)***		-0,215 (5,93)***		-0,217 (5,96)***
Crisis en $t-1$		-0,159 (4,35)***		-0,158 (4,33)***		-0,159 (4,35)***
Observaciones	928	928	928	928	928	928
R ²	0,160	0,220	0,160	0,220	0,160	0,220
Valor P de diferencias entre coeficientes					0,196	0,997

Notas: * significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%. Estadísticos t robustos entre paréntesis.

Tabla 3 / Resultados de la regresión logística con efectos fijos por país

Asia Emergente, Economías en Transición, America Latina y El Caribe						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
IRF_t	-0,015	0,016	-0,017	0,014	-0,016	0,015
	(0,49)	(0,40)	(0,56)	(0,34)	(0,52)	(0,39)
Cambio en IRF entre t y $t-1$	0,282	0,258	0,397	0,392		
	(4,23)***	(3,00)***	(3,94)***	(2,85)***		
Cambio en IRF entre t y $t-1$, al cuadrado			-0,036	-0,040		
			(1,59)	(1,30)		
Cambio en IRF entre t y $t-1$, positivos					0,239	0,237
					(2,98)***	(2,39)**
Cambio en IRF entre t y $t-1$, negativos					0,585	0,429
					(2,23)**	(1,49)
Crisis en t		-1,831		-1,827		-1,815
		(2,94)***		(2,90)***		(2,92)***
Crisis en $t-1$		-1,235		-1,251		-1,235
		(2,75)***		(2,76)***		(2,73)***
Observaciones	800	800	800	800	800	800
Pseudo R^2	0,027	0,122	0,030	0,125	0,029	0,123
Valor P de diferencias entre coeficientes					0,235	0,554

Notas: * significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%. Estadísticos t robustos entre paréntesis.

En primer lugar vemos que los coeficientes asociados a los controles de crisis previas son negativos, como era esperable, pero no alteran de forma significativa los coeficientes del cambio en el IRF . Asimismo, la introducción de un término cuadrático no es significativa, lo que sugiere que cuanto mayor es la liberalización financiera, mayor es el aumento de la inestabilidad financiera, pero este aumento se da a tasa constante.

En las columnas (5) y (6) el cambio en el índice de liberalización se separa entre cambios positivos y negativos con el objeto de analizar potenciales no linealidades entre liberalización y represión financiera. En las columnas (5) no se incluyen los controles de crisis previas, y en las columnas (6) sí se lo hace. Se observa que cuando no se incluyen los controles de crisis previas, los coeficientes asociados al cambio en el índice de reforma financiera son más positivos cuando se toman los cambios negativos que cuando se toman los cambios positivos. Al incluirse

los controles de crisis previas, estas diferencias se reducen. En principio, que el coeficiente sea mayor para las variaciones negativas en el índice sugeriría que una disminución en el grado de liberalismo del sistema financiero reduce más la inestabilidad financiera que lo que la aumenta un incremento de la misma magnitud en el grado de liberalismo financiero. Sin embargo, como señalan Abiad y Mody (2005), las crisis bancarias revierten los procesos de liberalización. Lo que puede suceder entonces es que el coeficiente asociado a las reversiones sea más alto no porque el efecto en el valor absoluto sobre la inestabilidad financiera sea mayor cuando lo provocan las reversiones, sino porque acaba de existir una crisis bancaria, que en sí misma hace menos probable la existencia de una nueva crisis bancaria en los siguientes 5 años. Justamente, la introducción del control de crisis previas hace desaparecer o morigera esa diferencia en el valor de los coeficientes. De todas formas el efecto no parece demasiado importante ya que los test de diferencias entre coeficientes de cambios positivos y negativos son siempre no significativos.

Adicionalmente, estas tablas muestran que el modelo lineal de probabilidad parece ser una aceptable especificación, al menos para el rango de datos utilizados, por lo que en general utilizamos esta última versión por ser más simple y menos restrictiva.

II.4. Análisis de sensibilidad

Los resultados presentados hasta ahora eran solamente para $h=5$ y $x=1$. Sin embargo, las regresiones fueron realizadas para todos los valores de h desde 1 a 10, y para todos los valores de x desde 1 a 5, con todas las combinaciones de controles presentadas, para los seis modelos especificados. Por razones de espacio, es imposible mostrar los resultados de todas las regresiones, pero elegimos mostrar cómo evolucionan los coeficientes para los distintos valores de h y de x en el modelo de regresión lineal con efectos fijos. Estos cálculos los hemos realizado para las otras cinco especificaciones del modelo ya definidas, y hemos encontrado patrones similares en los coeficientes estimados.

Tanto en la regresión que incluye todos los países de la muestra como en aquella que incluye solamente a las economías emergentes y en transición, el coeficiente asociado al cambio en el índice de reforma financiera es positivo y significativo para $h>5$. La significatividad de los coeficientes es mayor para el conjunto de economías emergentes y en transición. En el caso de las economías avanzadas,

Tabla 4 / Modelo de regresión lineal con efectos fijos, h de 5 a 10

	Variable dependiente:					
	$CF_{t+1,t+5}$	$CF_{t+1,t+6}$	$CF_{t+1,t+7}$	$CF_{t+1,t+8}$	$CF_{t+1,t+9}$	$CF_{t+1,t+10}$
Todos los países						
IRF_t	-0,004 (2,37)**	-0,004 (2,36)**	-0,004 (2,23)**	-0,003 (1,61)	-0,001 (0,50)	0,000 (0,19)
Cambio en IRF entre t y $t-1$	0,025 (3,55)***	0,024 (3,25)***	0,020 (2,81)***	0,015 (1,99)**	0,007 (0,97)	0,008 (0,98)
Observaciones	2.089	2.000	1.911	1.822	1.733	1.644
R ²	0,210	0,260	0,300	0,340	0,380	0,420
Economías Avanzadas						
IRF_t	0,004 (2,34)**	0,005 (2,69)***	0,005 (2,80)***	0,006 (2,89)***	0,008 (3,16)***	0,008 (3,11)***
Cambio en IRF entre t y $t-1$	-0,008 (1,05)	0,007 (0,70)	0,009 (0,86)	0,010 (0,97)	0,005 (0,54)	0,004 (0,44)
Observaciones	594	572	550	528	506	484
R ²	0,160	0,210	0,250	0,310	0,370	0,420
Asia Emergente, Economías en Transición, America Latina y El Caribe						
IRF_t	0,000 (0,08)	0,000 (0,15)	0,001 (0,26)	0,003 (0,69)	0,006 (1,28)	0,008 (1,51)
Cambio en IRF entre t y $t-1$	0,045 (4,23)***	0,041 (3,72)***	0,036 (3,38)***	0,031 (2,80)***	0,023 (1,96)*	0,025 (1,99)**
Observaciones	928	882	836	790	744	698
R ²	0,220	0,270	0,300	0,330	0,350	0,370

Notas: * significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%. Estadísticos t robustos entre paréntesis.

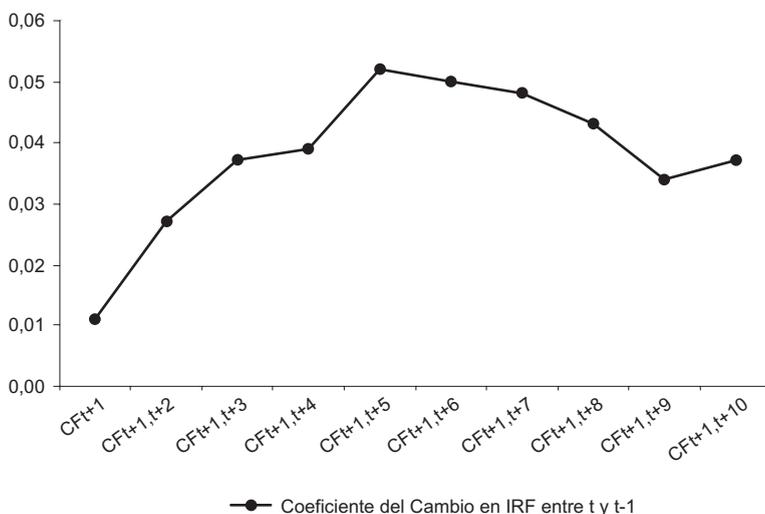
se pierde la significatividad de los coeficientes. Es decir, la liberalización financiera genera mayor inestabilidad financiera en las economías aún en desarrollo que en las ya desarrolladas.

A su vez, el coeficiente asociado al nivel del índice de reforma financiera no arroja resultados significativos en las regresiones con efectos fijos, pero sí en las regresiones del modelo con datos agrupados, como ya se mostrase en la Tabla 1 para $h=5$.

Al aumentar el valor de h , se van perdiendo observaciones. De este modo, la regresión que toma valores de h más altos tenderá a no contar episodios en los que efectivamente hubo crisis bancarias. Por ejemplo, dado que la muestra finaliza

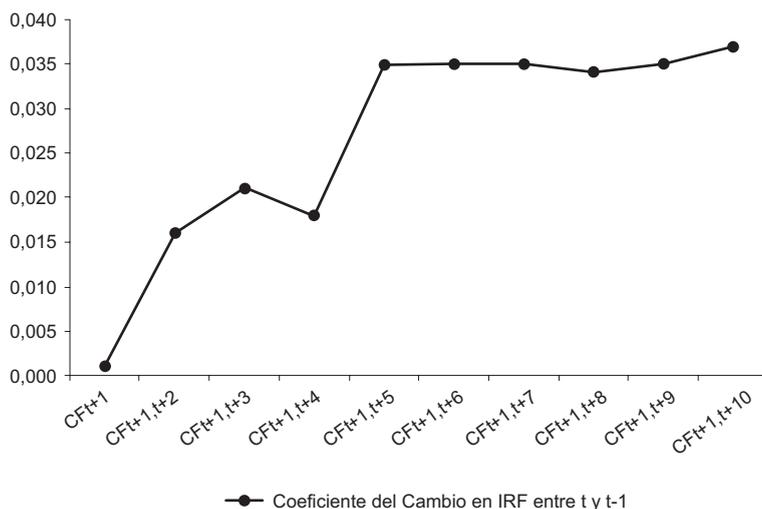
en el año 2005, cuando se corre la regresión con $h=10$, la última ventana que es tomada en cuenta es la que comienza en 1995, ya que se necesitan diez años más para captar el efecto sobre $CF_{t+1,t+10}$. Una implicancia que se puede tomar como ejemplo es que se pierde de captar la crisis bancaria argentina en las ventanas que para un h más bajo hubiesen comenzado en cualquiera de los años 1996 a 2000. Como ésta, se pierden muchas otras crisis. Esto hace que a medida que aumentamos h los coeficientes no sean estrictamente comparables. El Gráfico 1 resume los coeficientes del cambio en el índice de reforma financiera estimados en economías emergentes para $h=1$ hasta $h=10$, utilizando el total de observaciones disponibles en cada regresión, el Gráfico 2 en cambio muestra los coeficientes de replicar estas estimaciones dejando de lado todas las ventanas que comienzan luego de 1995. De este modo, el número de observaciones resulta ser independiente de h , lo que hace más comparables los coeficientes.²

Gráfico 1 / Coeficiente asociado al cambio en el IRF, modelo de regresión lineal con efectos fijos, $\alpha=1$, estimaciones para países emergentes



² Los coeficientes son los asociados al modelo de regresión lineal con efectos fijos, por lo que no son directamente interpretables como una probabilidad condicional, pero sí son extrapolables las variaciones a lo largo del tiempo como aumentos o disminuciones en la probabilidad de ocurrencia de una crisis bancaria.

Gráfico 2 / Coeficiente asociado al cambio en el *IRF*, modelo de regresión lineal con efectos fijos, $x=1$, estimaciones para países emergentes con la muestra disponible para $h=10$



Lo que se observa es que al año siguiente de la liberalización financiera, el coeficiente es cercano a cero, y aumenta durante los 5 años que siguen al episodio de liberalización. Luego del quinto año, el coeficiente se estaciona en las estimaciones restringidas, y disminuye en las no restringidas, justamente porque éstas ignoran una mayor cantidad de episodios en los que hay crisis cuanto mayor es el valor de h . Lo que esto indica es que si una crisis bancaria sucede a una liberalización, entonces la crisis ocurre durante los 5 años subsiguientes. Si no ocurre dentro de ese período, la probabilidad de que ocurra luego, en ausencia de nuevos cambios en el índice de reforma financiera, es muy baja.

Finalmente, la Tabla 5 muestra las estimaciones del modelo de regresión lineal con efectos fijos para $h=5$ y para distintos valores de x , para la muestra entera.

Se observa que los signos de los coeficientes estimados y su significatividad se siguen manteniendo cuando x crece, por lo que concluimos además que los resultados son robustos a la elección de x .

Tabla 5 / Modelo de regresión lineal con efectos fijos, x de 1 a 5

Todos los países					
	Variable dependiente: $CF_{t+1,t+5}$				
IRF_t	-0,004 (2,37)**	-0,005 (3,05)***	-0,006 (3,30)***	-0,006 (3,32)***	-0,006 (3,03)***
Cambio en IRF entre t y	$t-1$	$t-2$	$t-3$	$t-4$	$t-5$
	0,025 (3,55)***	0,018 (3,82)***	0,013 (3,54)***	0,010 (2,99)***	0,009 (2,61)***
Observaciones	2.089	2.000	1.911	1.822	1.733
R ² / Pseudo R ²	0,210	0,230	0,240	0,260	0,280

Notas: * significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%. Estadísticos t robustos entre paréntesis.

III. Análisis de robustez

En esta sección realizamos un análisis exhaustivo de robustez para las regresiones descritas. Dado que se mostró que el efecto de la liberalización financiera sobre la inestabilidad financiera es significativo solamente para las economías emergentes, restringimos el análisis de robustez a estas economías. Los resultados mostrados corresponden al modelo de regresión lineal sin efectos fijos por países ni *dummies* temporales. Los cálculos fueron replicados para todas las otras especificaciones, y los resultados obtenidos fueron similares.

III.1. Variables de control

En esta subsección se describen las variables de control que se incluyen en el análisis de robustez, y las razones que nos llevan a incluirlas.

Los *shocks* que afectan adversamente al desempeño de los prestatarios y cuyo impacto no puede ser reducido mediante la diversificación deberían estar positivamente correlacionados con la probabilidad de crisis bancarias. Los *shocks* de este tipo que han sido resaltados en la literatura incluyen las caídas en el nivel de producto (que pueden ser capturadas por la tasa de crecimiento del PBI), empeoramiento de los términos de intercambio, cambios en la tasa de interés de corto plazo y caídas en los precios de los activos (Gorton, 1988; Caprio y Klingebiel, 1996; Lindgren *et al.*, 1996; Kaminsky y Reinhart, 1999). A su vez, el efecto de *shocks* macroeconómicos adversos sobre la inestabilidad financiera debería ser de una menor magnitud en países en los que el sistema bancario

exhibe alta liquidez. Para capturar liquidez, Demirguc-Kunt y Detragiache (2001) usan el ratio de reservas bancarias sobre activos bancarios.

Dada la exposición de los bancos al riesgo de tasa de interés, incrementos en la tasa de interés de corto plazo son una fuente de vulnerabilidad de importancia. Esos incrementos pueden deberse a varios factores, tales como un aumento de la tasa de inflación, un cambio en la política monetaria que la torne más contractiva, un aumento en las tasas de interés internacionales, o la necesidad de defender el tipo de cambio ante un ataque especulativo (Velasco, 1987; Kaminsky y Reinhart, 1999).

El descalce de monedas es otra fuente de fragilidad del sistema bancario. Cuando los prestamistas pueden tomar prestado en moneda extranjera mientras reciben sus ingresos en moneda local, una devaluación inesperada afectaría negativamente la estabilidad bancaria mediante un incremento de los préstamos incobrables. Pueden encontrarse antecedentes de este fenómeno de descalce cambiario afectando al sistema financiero en Chile en 1981 (Akerlof y Romer, 1993), en México en 1995 (Mishkin, 1999), en los países nórdicos a principios de la década de 1990 (Drees y Pazarbasioglu, 1995), en Turquía en 1994, y en Argentina en 2001, entre otros.

Un seguro de depósitos puede prevenir la ocurrencia de una corrida bancaria. Sin embargo, si los premios no reflejan el riesgo de las carteras de los bancos, entonces la presencia de un seguro de depósitos crea incentivos para la toma excesiva de riesgos, es decir, incrementa el riesgo moral (Kane, 1989). Las oportunidades para la toma de riesgos son decrecientes en el nivel de represión financiera. De este modo, si un proceso de liberalización financiera se da en un país con seguro de depósitos y no es acompañado de una regulación prudencial efectiva y bien diseñada, la toma excesiva de riesgos por parte de los *managers* de los bancos se vuelve probable, incrementando la probabilidad de una crisis bancaria. En conclusión, la teoría sugiere que hay ambigüedad en cuanto al signo de la correlación entre existencia de seguro de depósitos y frecuencia de crisis bancarias.

Un sistema legal que permita que el fraude no sea penalizado debería aumentar la probabilidad de crisis bancarias (Akerlof y Romer, 1993).

Luego de períodos de entradas masivas de capitales extranjeros de corto plazo pueden tener lugar retiros repentinos de depósitos bancarios. Esos flujos de capital,

que comúnmente son consecuencia de una liberalización de la cuenta de capital acompañada de altas tasas de interés internas debidas a políticas de desinflación, resultan en una expansión del crédito interno. Cuando las tasas de interés internacionales aumentan, cuando las tasas internas caen, o cuando la confianza en la economía se debilita, los inversores externos rápidamente retiran sus fondos y la liquidez del sistema bancario interno se evapora (Calvo *et al.*, 2004).

La tasa de interés real también puede ser considerada como una *proxy* de la liberalización financiera, de acuerdo a Galbis (1993), quien encuentra que los procesos de liberalización conducen a altas tasas de interés real. Buscando otras variables *proxy* para la liberalización financiera, Pill y Pradhan (1995) encuentran que el ratio de crédito al sector privado sobre PBI es una *proxy* razonable. Dado que varios casos de episodios particulares señalan que los problemas en el sector bancario fueron precedidos por un fuerte crecimiento del crédito privado, incluimos rezagos de esta variable en nuestro análisis de robustez.

La tasa de inflación es una variable explicativa que puede ser asociada a altas tasas de interés nominales y que además puede ser una *proxy* de malas políticas que tengan efectos adversos sobre el sistema bancario a través de los canales ya mencionados.

Para testear si los problemas sistémicos del sector bancario están relacionados a la salida de capitales en países con tipo de cambio fijo, se puede introducir en la regresión el ratio de M2 sobre reservas internacionales. De acuerdo a Calvo (1996), este ratio predice bien la vulnerabilidad del sistema bancario de un país a una crisis de balanza de pagos.

El resultado fiscal primario como porcentaje del PBI representa las necesidades de financiamiento del gobierno. Esta variable puede importar por al menos dos razones. En primer lugar, los gobiernos con dificultades financieras típicamente posponen medidas que aumenten la solidez de la hoja de balance de los bancos (Lindgren *et al.*, 1996). En segundo lugar, fallas para controlar los déficits fiscales pueden ser un obstáculo para una liberalización financiera exitosa (Lindgren *et al.*, 1996).

Para tener una medida aproximada de calidad institucional, se usan índices de calidad del sistema legal, de *enforcement* de los contratos, de burocracia, y el PBI per cápita.

Siguiendo a Hardy y Pazarbasioglu (1999), también introducimos variables regionales.

En resumen, la literatura previa establece que las siguientes variables son determinantes de la fragilidad financiera: la tasa de crecimiento del PBI, los términos de intercambio, las tasas de interés reales de corto plazo, el ratio de crédito al sector privado sobre PBI, la tasa de inflación, la tasa de depreciación del tipo de cambio nominal y real, el ratio de M2 sobre reservas externas, el ratio de resultado fiscal sobre PBI, el ratio de reservas bancarias sobre activos bancarios, la presencia de seguro de depósitos explícitos, índices de la calidad del sistema legal, de la capacidad de *enforcement* de los contratos y de la burocracia, el PBI per cápita (como *proxy* de las instituciones), los precios de los *stocks*, el diferencial de tasas de interés reales, el crecimiento del consumo privado, el crecimiento de la inversión privada, la existencia de crisis previas y variables regionales.

III.2. Metodología

La Tabla 6 muestra los controles que usamos en nuestras regresiones. Algunas variables relevantes no son incluidas por falta de información.

Se puede observar en la columna “Observaciones” de la tabla 6 que una vez que introducimos controles, el panel se torna desbalanceado. Si corriésemos las regresiones introduciendo el conjunto completo de controles al mismo tiempo, estaríamos perdiendo muchas observaciones y añadiendo demasiadas variables. Para evitar esos problemas, realizamos un análisis de robustez que tiene como estrategia incluir sucesivos subconjuntos de controles.

Específicamente, la metodología que seguimos para nuestros test de robustez es una adaptación de Levine y Renelt (1992) y Sala-i-Martin (1997).

Levine y Renelt (1992) analizan cuán robustas son las conclusiones de las regresiones de crecimiento de corte transversal a cambios pequeños en el conjunto de información condicionante. Primero toman todas las variables que han resultado significativas en regresiones de crecimiento de corte transversal en la literatura previa. Luego, toman todas las posibles combinaciones de tres variables, y corren una regresión que incluye un conjunto de variables que son siempre incluidas en las regresiones de crecimiento, otra variable que es la llamada “variable de interés” (aquella cuyo coeficiente se quiere investigar si es robusto a cambios

Tabla 6 / Variables de control

Variable	Fuente	Variabilidad	Estadísticas Básicas para los países emergentes				
			Obs.	Media	Desv. Est.	Mín.	Máx.
PBI per cápita al inicio (1973)	PWT	Por país	928	5,245	3,224	640	15,089
Tasa de crecimiento real del PBI	WDI	Por año y país	928	0,034	0,059	-0,449	0,165
Tasa de inflación	WDI	Por año y país	823	0,994	5,837	-0,085	117,5
Tasa de depreciación del Tipo de Cambio Real	PWT	Por año y país	914	0,026	0,502	-0,812	13,21
Tasa de depreciación del Tipo de Cambio Nominal	WDI	Por año y país	928	1,531	10,51	-0,216	174,7
Superávit/déficit del gobierno central como porcentaje del PBI	IFS y WDI	Por año y país	562	-2,167	4,964	-41,22	16,11
Tasa de crecimiento del consumo privado	PWT	Por año y país	928	0,034	0,068	-0,306	0,469
Tasa de crecimiento de la inversión privada	PWT	Por año y país	928	0,033	0,958	-25,23	12,55
Índice de términos de intercambio	WDI	Por año y país	570	109,6	31,82	50,98	306,6
Cambio en el crédito doméstico al sector privado (en % del PBI)	WDI	Por año y país	874	0,399	9,175	-86,10	99,56
Porcentaje de reservas líquidas sobre activos del sector bancario	WDI	Por año y país	852	16,24	13,72	0,132	135,8
Tasa de interés real	WDI	Por año y país	647	7,678	37,03	-97,81	789,8
Índice de fortaleza del sistema legal (0=débil, 10=fuerte), promedio por país	WDI	Por país	928	5,022	2,345	1	10
Número de procedimientos para hacer cumplir un contrato, promedio por país	WDI	Por país	928	35,93	5,425	21	46

Tabla 6 / Variables de control (continuación)

Variable	Fuente	Variabilidad	Estadísticas Básicas para los países emergentes				
			Obs.	Media	Desv. Est.	Mín.	Máx.
Ratio de M2 sobre reservas	WDI	Por año y país	884	6,773	50,57	0	1,459,7
Variable dicotómica para Asia Emergente	Clasificación original de Abiad, Detragiache y Tressel (2010)	Por país	928	0,341	0,474	0	1
Variable dicotómica para América Latina		Por país	928	0,495	0,500	0	1
Variable dicotómica para economías en transición		Por país	928	0,165	0,371	0	1
Variable dicotómica para crisis bancarias previas	Laeven y Valencia (2008)	Por año y país	928	0,458	0,498	0	1
Margen entre la tasa de interés activa y pasiva	WDI	Por año y país	555	7,493	11,35	-20,48	114,0
Seguro explícito de depósitos	Barth, Caprio, y Levine (2003)	Por país	746	0,641	0,480	0	1
Cambio en el ratio de deuda bruta externa del sector bancario sobre PBI	IFS	Por año y país	783	-0,005	0,075	-0,839	0,340
Cambio en el ratio de depósitos en el sector bancario sobre PBI	IFS	Por año y país	807	0,009	0,101	-1,062	1,741

Notas: PWT: A. Heston, R. Summers and B. Aten, Penn World Table Version 6.3, C.I.C.P.I.P. en la Universidad de Pensilvania, Agosto de 2009. WDI: World Development Indicators (2010), Banco Mundial. IFS: International Financial Statistics (2010), Fondo Monetario Internacional.

en el conjunto de información condicionante), y un subconjunto de controles. La regresión se corre para cada subconjunto de controles formado a partir de las combinaciones definidas. Para cada regresión se computa el coeficiente asociado a la variable de interés. Luego, se identifican los valores más alto y más pequeño que no pueden ser rechazados a un nivel de significatividad del 5%. Sean esos valores β_U y β_L , respectivamente. Se define un intervalo $[\beta_L - 2\sigma, \beta_U + 2\sigma]$. Si el intervalo incluye al cero, entonces se dice que la variable de interés es frágil. De otro modo, se dice que es robusta. Cada variable de control cumple el rol de “variable de interés” una vez.

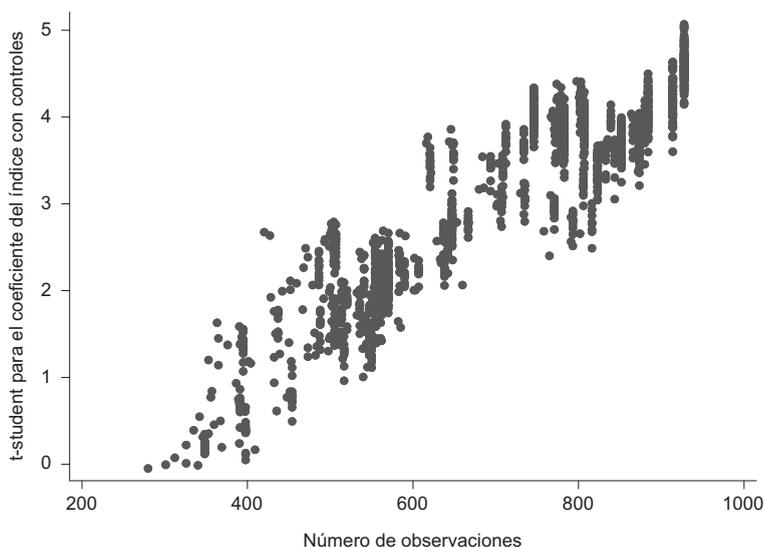
Sala-i-Martin (1997) muestra que el test de Levine y Renelt es demasiado fuerte para que cualquier variable pueda pasarlo. Específicamente, si la distribución de estimadores de la variable de interés tiene soporte positivo y negativo, siempre se puede encontrar un cambio en el signo del coeficiente estimado si se corren suficientes regresiones. Su respuesta consiste en proponer un test alternativo. En lugar de enfocarse en los valores extremos del intervalo y concluir que la variable de interés es frágil si el cero pertenece al intervalo, su test se enfoca en la fracción de la función de densidad que yace a cada lado de cero. Si es esperable que el coeficiente sea positivo, entonces la variable de interés es más robusta cuanto mayor sea la fracción de la función de densidad que esté a la derecha del cero.

Nuestra metodología toma elementos de los dos test propuestos. De las 23 variables que listamos en la Tabla 6, tomamos todas las combinaciones de tres posibles (en total, son 1.771 combinaciones). Dado que nuestro panel es desbalanceado, el número de observaciones para cada regresión que corremos no es independiente de la combinación que se escoge.

En el 99,8% de las regresiones corridas, el coeficiente asociado a ΔIRF es positivo. Además, es significativo en 87% de esas regresiones, y en los pocos casos en que no es positivo, es no significativo.

El Gráfico 3 muestra que la probabilidad de que el coeficiente estimado sea significativo es creciente en el número de observaciones. De hecho, en los únicos dos casos en los que el coeficiente estimado es negativo corresponden a los dos casos con el mínimo número de observaciones. El gráfico muestra que todos los coeficientes estimados son positivos y significativos para estimaciones con más de 600 observaciones.

Gráfico 3 / Estadísticos t y número de observaciones, con controles

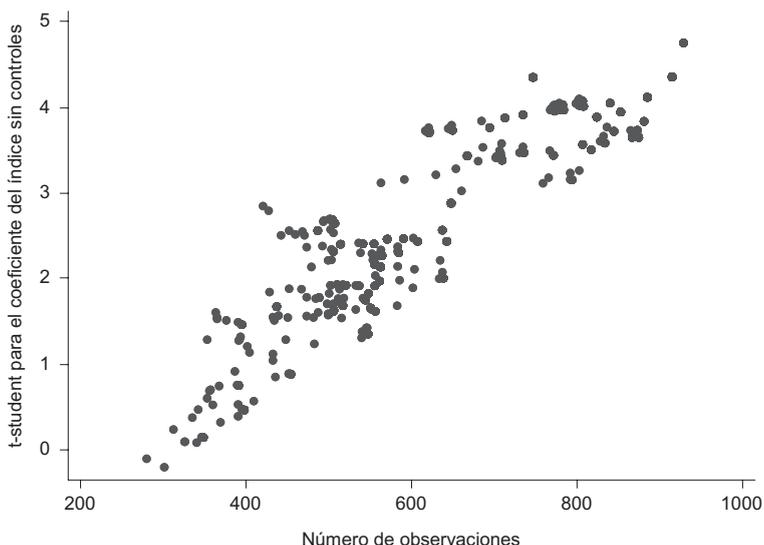


Estamos postulando que la pérdida de significatividad del coeficiente de interés, cuando ocurre, se debe al bajo número de observaciones, y no debido a que la inclusión de variables cuyo largo de la serie es corta son las que efectivamente están alterando la relación entre liberalización financiera y crisis bancarias. Para evaluar la robustez de nuestra conjetura, realizamos un ejercicio adicional, que consiste en correr las regresiones excluyendo los controles, pero cambiando de forma sucesiva el número de observaciones. Lo que hacemos es correr un nuevo conjunto de regresiones, en las cuales replicamos el tamaño de la muestra de cada una de las regresiones que se corrió con controles, pero esta vez sin añadir esos controles. Es decir, corremos lo que llamamos “regresiones espejo”. Nuestra estrategia implica un continuo desperdicio de observaciones, de modo de correr 1.771 regresiones sin controles con el mismo tamaño de la muestra que las 1.771 regresiones con controles corridas anteriormente.

El Gráfico 4 ilustra nuestros resultados. Se observa que la relación entre significatividad de los coeficientes y el número de observaciones es aún positiva y fuerte, sugiriendo que nuestros resultados de la regresión con controles eran robustos.

En conclusión, la inclusión de controles no invalida nuestros hallazgos previos de una relación positiva y robusta entre liberalización financiera e inestabilidad financiera.

Gráfico 4 / Estadísticos t y número de observaciones, “regresiones espejo”



IV. Análisis por reformas individuales

En el análisis previo hemos trabajado con un índice de reformas financieras agregado, que intentaba medir el grado de liberalización financiera. En esta sección, realizamos un análisis de la relación entre reformas financieras y frecuencia de crisis bancarias enfocándonos en cada dimensión del índice de manera aislada.

La correlación entre las diferentes dimensiones del índice de reformas financieras que hemos venido utilizando no es cercana a uno, pero tampoco es despreciable. La Tabla 7 muestra los valores de esas correlaciones.

Resulta de interés estudiar la relación individual entre cada reforma financiera y la frecuencia de crisis bancarias. La Tabla 8 muestra los resultados de esas regresiones para países emergentes, para el modelo de regresión lineal con efectos fijos.

Las regresiones mostradas en la Tabla 8 siempre contienen a la existencia de crisis previa como control, y también se le da un tratamiento diferente a la variable supervisión y regulación del sistema bancario, incluyéndola como control en todas

Tabla 7 / Correlaciones entre reformas financieras

	Coeficientes de Correlación						
	CC_{t-1}	CTI_{t-1}	BE_{t-1}	PE_{t-1}	RCC_{t-1}	PMV_{t-1}	RSB_{t-1}
CC_{t-1}	1						
CTI_{t-1}	0,65	1					
BE_{t-1}	0,57	0,55	1				
PE_{t-1}	0,49	0,43	0,44	1			
RCC_{t-1}	0,59	0,60	0,51	0,52	1		
PMV_{t-1}	0,63	0,63	0,54	0,49	0,68	1	
RSB_{t-1}	0,61	0,59	0,56	0,49	0,58	0,64	1

Notas:

CC: Controles de crédito y requerimientos de capital.

CTI: Controles sobre la tasa de interés.

BE: Barreras a la entrada.

PE: Propiedad estatal.

RCC: Restricciones a la cuenta de capital.

PMV: Políticas sobre los mercados de valores.

RSB: Regulación y supervisión bancaria.

las regresiones, ya que para esa dimensión un mayor valor no implica mayor libertad del sistema financiero.

En la regresión que muestra la columna 1 se incluyen todas las reformas, mientras que en las restantes columnas se van incluyendo de a una. Enfocándonos en los cambios en cada una de las dimensiones, lo que se observa es que cuando se incluyen todas juntas, algunas de ellas dejan de ser significativas. Este resultado no nos resulta sorprendente, ya que a pesar de que las correlaciones cruzadas no son cercanas a uno, no se puede descartar la presencia de multicolinealidad que conduce a este resultado.

Cuando se analiza el efecto de cada variable de forma separada, se observa que todas ellas permanecen positivas y significativas. La liberalización del mercado de valores y la remoción de barreras a la entrada son aquellas dimensiones que toman un valor mayor en su contribución a la fragilidad bancaria. Finalmente, el coeficiente asociado a la variable regulación y supervisión del sistema bancario muestra que en todos los casos la probabilidad de crisis bancaria es menor cuanto más regulado y supervisado estaba el sistema previo a su liberalización.

Para evaluar la robustez de estos resultados, seguimos el mismo método que en la sección III. Los paneles que se muestran en el Gráfico 5 muestran que la

Tabla 8 / Análisis por reforma individual

Asia Emergente, Economías en Transición, América Latina y El Caribe

	Regresión lineal con efectos fijos por país, Variable dependiente: $CF_{i,t+1,t+5}$						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
CC_{t-1}	-0,085 (3,61)***	0,014 (0,84)					
CTI_{t-1}	0,090 (4,50)***		0,073 (5,18)***				
BE_{t-1}	0,060 (2,48)**			0,081 (4,16)***			
PE_{t-1}	-0,011 (0,52)				0,025 (1,27)		
RCC_{t-1}	-0,012 (0,57)					0,035 (1,76)*	
PMV_{t-1}	0,020 (0,76)						0,069 (3,33)***
RSB_{t-1}	-0,165 (6,81)***	-0,112 (5,48)***	-0,167 (7,68)***	-0,165 (7,37)***	-0,118 (5,50)***	-0,123 (5,60)***	-0,152 (6,33)***
Cambio en CC entre t y $t-1$	-0,007 (0,17)	0,064 (1,69)*					
Cambio en CTI entre t y $t-1$	0,077 (3,05)***		0,082 (3,27)***				
Cambio en BE entre t y $t-1$	0,098 (2,37)**			0,118 (2,99)***			

Tabla 8 / Análisis por reforma individual (continuación)

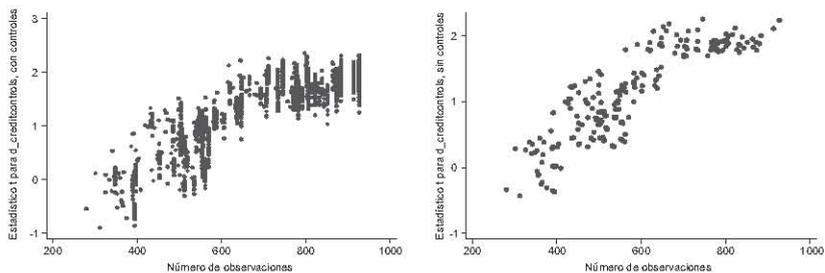
Asia Emergente, Economías en Transición, América Latina y El Caribe		Regresión lineal con efectos fijos por país, Variable dependiente: $CF_{t+1,t+5}$					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Cambio en <i>PE</i> entre <i>t</i> y <i>t-1</i>	0,015 (0,52)				0,059 (2,18)**		
Cambio en <i>RCC</i> entre <i>t</i> y <i>t-1</i>	0,007 (0,23)					0,063 (2,28)**	
Cambio en <i>PMV</i> entre <i>t</i> y <i>t-1</i>	0,080 (1,81)*						0,133 (2,99)***
Cambio en <i>RSB</i> entre <i>t</i> y <i>t-1</i>	-0,053 (1,13)	0,004 (0,10)	-0,042 (0,93)	-0,036 (0,74)	0,001 (0,02)	-0,005 (0,11)	-0,021 (0,45)
Crisis en <i>t</i>	-0,287 (7,62)***	-0,246 (6,85)***	-0,275 (7,60)***	-0,273 (7,48)***	-0,232 (6,37)***	-0,248 (6,94)***	-0,253 (7,09)***
Crisis en <i>t-1</i>	-0,173 (4,65)***	-0,146 (3,97)***	-0,159 (4,35)***	-0,151 (4,12)***	-0,142 (3,85)***	-0,141 (3,94)***	-0,151 (4,11)***
Observaciones	928	928	928	928	928	928	928
R ²	0,27	0,22	0,25	0,24	0,22	0,23	0,24

Notas: * significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%. Estadísticos t/z robustos entre paréntesis.

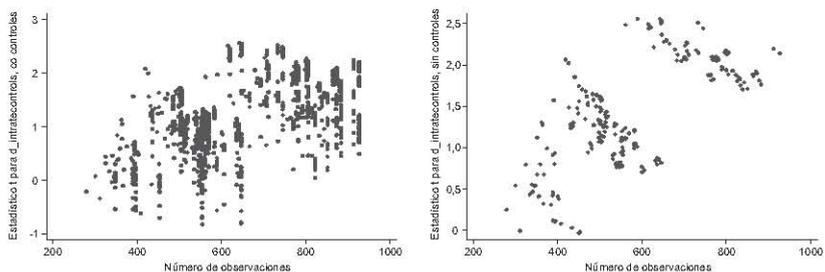
relación entre los estadísticos t y el número de observaciones luce similar para las regresiones con controles y para las regresiones espejo, para todas las dimensiones. Adicionalmente, también se mantiene el resultado de significatividad creciente en el número de observaciones.

Gráfico 5

Controles de crédito y requerimientos de capital



Controles sobre la tasa de interés



Barreras a la entrada

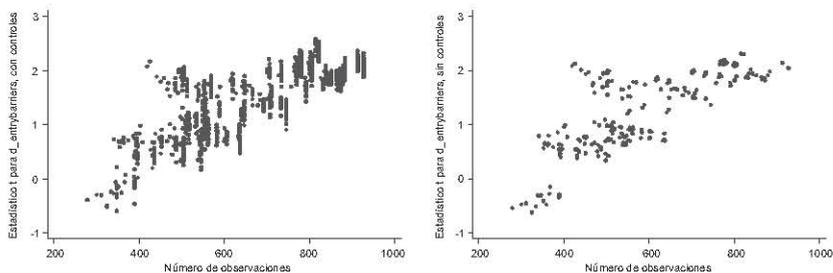
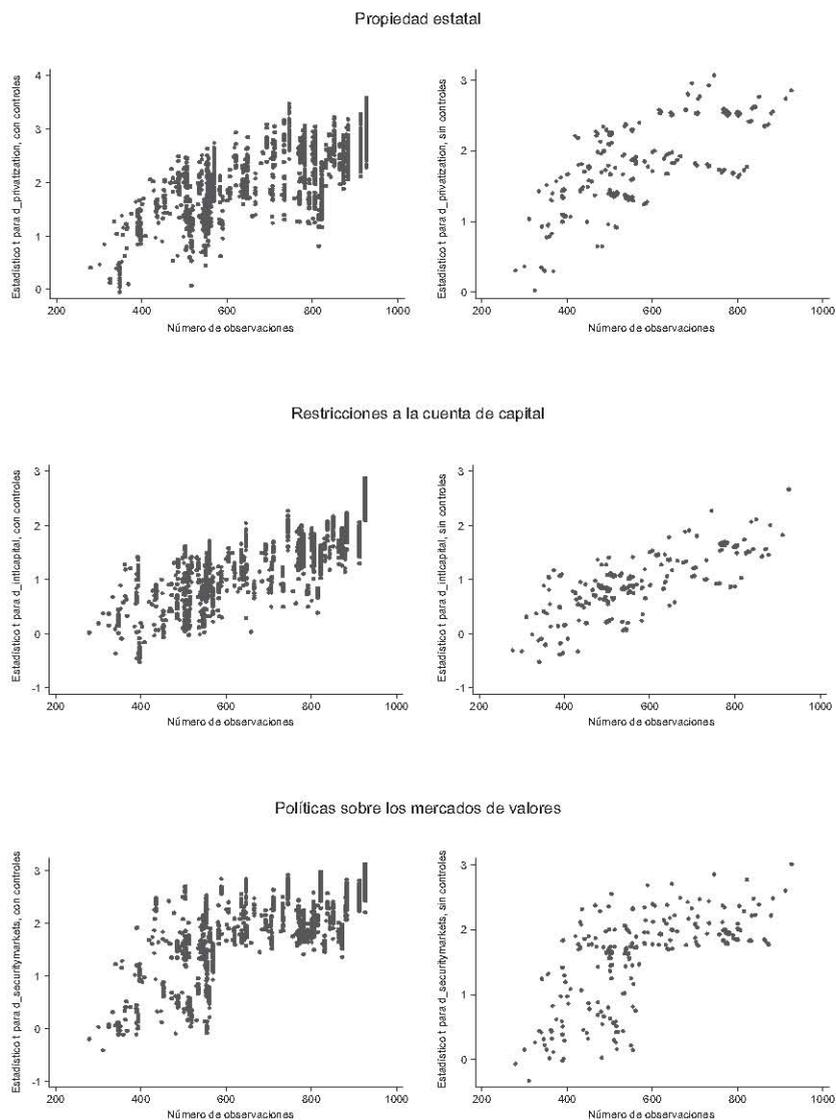


Gráfico 5 (continuación)



En conclusión, al realizar el análisis por reforma financiera individual, se sigue manteniendo en todos los casos la relación positiva entre liberalización de cada dimensión del sistema financiero y fragilidad del sistema bancario.

V. Conclusiones

En este trabajo hemos analizado la relación empírica entre una medida agregada de liberalización financiera e inestabilidad financiera por una parte, y la relación entre la liberalización de seis dimensiones del sistema financiero y la inestabilidad financiera por otra parte. Nuestros principales hallazgos fueron:

(1) Existe una relación positiva y robusta entre liberalización del sistema financiero y la probabilidad de ocurrencia de una crisis bancaria en los cinco años que siguen al episodio de liberalización.

(2) La probabilidad de ocurrencia de una crisis bancaria luego de cinco años de ocurrida la liberalización se estanca. De este modo, se concluye que los efectos de la liberalización sobre la inestabilidad financiera se experimentan principalmente en el corto plazo.

(3) Consistente con la literatura previa, el nivel inicial de libertad financiera está asociado a menor inestabilidad financiera.

(4) La relación entre liberalización e inestabilidad se mantiene cuando se analizan las dimensiones de liberalización de forma individual. En particular, las que más impacto tienen sobre la inestabilidad financiera son las liberalizaciones del mercado de valores y la remoción de barreras de entrada al sistema financiero.

Hay dos maneras de interpretar los mecanismos de transmisión que van de los episodios de liberalización hacia mayor inestabilidad financiera. Uno de ellos es el mecanismo macroeconómico más puro, de acuerdo al cual los episodios de liberalización constituyen cambios radicales en la geografía del sistema financiero que vuelven al pasado obsoleto como guía para la identificación de tendencias. De acuerdo a este mecanismo, los agentes económicos deben aprender cómo funciona la nueva configuración de la economía, y durante esa transición el aprendizaje puede conducir a decisiones que *ex post* se revelen inconsistentes, aumentando la fragilidad del sistema financiero. El mecanismo alternativo se enfoca en el rol de las instituciones. La idea es que cuando se da una liberalización del sistema financiero dentro de una estructura institucional que no guíe a los agentes a tener incentivos correctos, entonces se fomenta una toma (consciente) de riesgos excesiva, que termina generando mayor fragilidad financiera. Nuestro análisis no permite descartar ninguna de las dos interpretaciones posibles, pero

los resultados de corto *versus* largo plazo sugieren que la adaptación de los agentes a los nuevos entornos tiene un rol no despreciable en la evolución de los sistemas financieros.

Referencias

Abiad, A., E. Detragiache y T. Tressel (2010); “A New Database of Financial Reforms”, *Palgrave Macmillan Journals*, 57(2), pp. 281-302.

Abiad, A. y A. Mody (2005); “Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?”, *The American Economic Review*, 95(1), pp. 66-88.

Akerlof, G. A. y P. M. Romer (1993); “Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 24(2), pp. 1-74.

Aghion, P., P. Howitt y D. Mayer-Foulkes (2005); “The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence”, *Quarterly Journal of Economics*, 120(1), pp. 173-222.

Beck, T., R. Levine y N. Loayza (2000a); “Financial intermediation and growth: Causality and causes”, *Journal of Monetary Economics*, 46(1), pp. 31-77.

Beck, T., R. Levine y N. Loayza (2000b); “Finance and the sources of growth”, *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 261- 300.

Bekaert, G., C. Harvey y C. Lundblad (2005); “Does Financial Liberalization Spur Growth?”, *Journal of Financial Economics*, 77(1), pp. 3-55.

Calvo, G. A. (1996); “Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons”, *International Journal of Finance & Economics*, 1(3), pp. 207-23.

Calvo, G. A., A. Izquierdo y L. F. Mejia (2004); “On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects”, NBER Working Papers 10520.

Caprio, G. y D. Klingebiel (1996); “Bank Insolvencies: Cross Country Experience”, WB, Policy Research Working Paper 1620.

Caprio, G., D. Klingebiel, L. Laeven, y G. Noguera (2005); “Appendix: Banking Crisis Database” en P. Honohan y L. Laeven (eds.), *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, Cambridge, Cambridge University Press.

Chinn, M. y H. Ito (2006); “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions”, *Journal of Development Economics*, 81(1), pp. 163-192.

Christiansen, L., M. Schindler y T. Tressel (2009); “Growth and Structural Reforms: A New Assessment”, IMF, Working Paper 09/284.

Demirguc-Kunt, A. y E. Detragiache (2001); “Financial Liberalization and Financial Fragility” en G. Caprio, P. Honohan, y J. Stiglitz (eds.), *Financial Liberalization: how far, how fast?*, Cambridge, Cambridge University Press.

Drees, B. y C. Pazarbasioglu (1995); “The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalization?”, IMF, Working Paper 95/61.

Detragiache, E. y T. Tressel (2008); “Do Financial Sector Reforms Lead to Financial Development? Evidence from a New Dataset”, IMF, Working Paper 08/265.

Díaz Alejandro, C. (1985); “Good-bye financial repression, hello financial crash”, *Journal of Development Economics*, 19(1-2), pp. 1-24.

Eichengreen, B. (2002); “Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?”, *The World Bank Economic Review*, 15(3), pp. 341-65.

Fanelli, J. y R. Medhora (1998); *Financial Reform in Developing Countries*, St. Martin's Press & IDRC.

Galbis, V. (1993); “High Real Interest Rates Under Financial Liberalization: Is There a Problem?”, IMF, Working Paper 93/7.

Gorton, G. (1988); “Banking Panics and Business Cycles”, *Oxford Economic Papers*, 40(4), pp. 221-55.

Hardy, D. C. y C. Pazarbasioglu (1999); “Determinants and Leading Indicators of Banking Crises: Further Evidence”, *IMF staff papers*, 46(3), pp 247-58.

Henry, P. (2003); “Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth”, *American Economic Review*, 93(2), pp. 91-6.

Honohan, P. y L. Laeven (2005); *Systemic Financial Crises*, Cambridge University Press.

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

Kane, E. J. (1989); “How Incentive-Incompatible Deposit-Insurance Funds Fail”, NBER working paper 2836.

Kindlerberger, C. y R. Aliber (2005); *Manias, Panics, and Crashes: a History of Financial Crises*, John Wiley & Sons, Inc.

King, R. y R. Levine (1993); “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”, *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), pp. 717-37.

Kose, M. A., E. Prasad, K. Rogoff y S. J. Wei (2003); “Effects on Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, IMF, Occasional Paper 220.

La Porta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1997); “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, 52(2), pp. 1131-50.

Laeven, L. y F. Valencia (2008); “Systemic Banking Crises: A New Database”, IMF, Working Paper 08/224.

Levine, R. (1997); “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, 35(2), pp. 688-726.

Levine, R. (2005); “Finance and Growth: Theory and Evidence” en P. Aghion y S. Durlauf, (eds.), *Handbook of Economic Growth*, The Netherlands, Elsevier Science.

Levine, R. y D. Renelt (1992); “A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions”, *American Economic Review*, 82(4), pp. 942-63.

Lindgren, C., G. Garcia, y M. Saal (1996); *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, International Monetary Fund.

Loayza, N. y R. Ranciere (2006); “Financial Development, Financial Fragility, and Growth”, *Journal of Money, Credit, and Banking*. 38(4), pp. 1051-76.

McKinnon, R. (1973); *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC, Brookings Institution Press.

Mendoza, E. y M. Terrones (2008); “An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data”, NBER, Working Paper 14049.

Mishkin, F. S. (1999); “Lessons from the Tequila Crisis”, *Journal of Banking & Finance*, 23(10), pp. 1521-33.

Pill H. R. y M. Pradhan (1995); “Financial Indicators and Financial Change in Africa and Asia”, IMF Working Paper N° 95/123.

Quinn, D. y A. M. Toyoda (2008); “Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?”, *The Review of Financial Studies*, 21(3), pp. 1403-49.

Reinhart, C. y K. Rogoff (2009); *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press.

Rodrik, D. (2001); “Why is there so much Economic Insecurity in Latin America?”, *CEPAL Review*, 73, pp. 7-29.

Rodrik, D. y A. Subramanian (2009); “Why Did Financial Globalization Disappoint?”, *IMF Staff Papers*, 56(1), pp. 112-38.

Sala-i-Martin, X. (1997); “I Just Ran Two Million Regressions”, *American Economic Review*, 87(2), pp. 178-83.

Shaw, E. (1973); “Financial Deepening in Economic Development”, New York, Oxford University Press.

Shehzad, C. y J. De Haan (2009); “Financial Reform and Banking Crises”, CESIFO, Working Paper 2870.

Stiglitz, J. (2000); “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”, *World Development*, 28(6), pp. 1075-86.

Velasco, A. (1987); “Financial Crises and Balance of Payments Crises: A Simple Model of the Southern Cone Experience”, *Journal of Development Economics*, 27 (1-2), pp. 63-83.

Wooldridge, J. M. (2010); *Econometric analysis of cross-section and panel data*, segunda edición, MIT Press.

Diversificación de las reservas internacionales*

Ousmène Mandeng

UBS

Resumen

Las reservas internacionales de los bancos centrales han crecido con un ritmo extraordinario y han alcanzando niveles sin precedentes. La elevada concentración de las tenencias de reservas en determinadas monedas expone al sistema monetario internacional a riesgos idiosincrásicos y representa una fuente de riesgo sistémico para la estabilidad económica y monetaria global. El sistema monetario internacional estaría entonces mejor si reflejara una mayor diversificación de sus reservas internacionales. Esto también representaría más adecuadamente la creciente diversificación de la economía internacional, y en particular, la creciente importancia económica de los mercados emergentes. La presente nota propone un enfoque pragmático basado en un fondo de diversificación de reservas internacionales que promueva la gradual adopción de monedas de mercados emergentes en los portafolios de reservas internacionales como un esquema de transición hacia un sistema de múltiples monedas. Dicho fondo también sería una respuesta directa a las recientes propuestas de China y Rusia de establecer una mayor diversificación de las monedas de reserva y de Francia de promover una internacionalización de las monedas de los mercados emergentes. Lograr un acuerdo sobre este fondo u otorgar una mayor consideración al mismo sería una importante respuesta a las preocupaciones de los mercados emergentes acerca de la estabilidad del sistema y un resultado crítico de la gestión de Francia en la presidencia del G20.

* Este trabajo es una versión modificada de un documento que fue preparado para el seminario del G20 realizado en Nanjing, China, el 31 de marzo 2011, y se presentó en la 9na. Reunión sobre Administración de las Reservas Internacionales: "El papel de las divisas y los activos no tradicionales después de la reciente crisis", CEMLA, Buenos Aires, 27 al 29 de abril de 2011. Las opiniones vertidas en el presente documento son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades, ni con las de UBS AG. UBS AG y sus afiliadas no aceptan responsabilidad alguna por las opiniones o declaraciones vertidas en este artículo ni por las consecuencias que pudieran derivar de que alguna persona confíe en dichas opiniones o declaraciones. Email: ousmene.mandeng@ubs.com.

Clasificación JEL: E58, F31, F33.

Palabras clave: bancos centrales, dólar, reservas internacionales, sistema monetario internacional.

International Reserve Diversification

Ousmène Mandeng

UBS

Summary

Central bank reserves have increased at an extraordinary pace and to unprecedented levels. The high concentration of reserve holdings by currency exposes the international monetary system to significant idiosyncratic risks and represents a source of systemic risk for overall international economic and monetary stability. The international monetary system would therefore be better off adopting greater currency diversification. This would also be a more adequate representation of the increasing diversification of the international economy and in particular the rising economic importance of emerging markets. The present note proposes a pragmatic approach based on an international reserve diversification fund to promote the gradual adoption of emerging markets currencies in central bank international reserve portfolios as a transition framework towards a multiple-currency system. Such fund would also respond directly to recent proposals by the Chinese and Russian authorities to establish greater reserve currency diversification and by France to promote the internationalisation of emerging markets currencies. Agreement on or giving further considerations to such fund is seen as an important response to emerging markets concerns about the stability of the system and a possible critical deliverable for France's G20 presidency.

JEL: E58, F31, F33.

Key words: central banks, dollar, international monetary system, international reserves.

I. Introducción

En ejercicio de la presidencia del G20, Francia planteó como prioridad del Grupo la reforma del sistema monetario internacional. En el seminario internacional sobre el tema celebrado en Nanjing, China, el 31 de marzo, el presidente de Francia, Nicolas Sarkozy, reiteró su visión de que “un mundo multipolar requiere un sistema monetario de divisas múltiples”. Otros participantes del seminario coincidieron en que la adopción de un sistema monetario internacional de divisas múltiples y, en particular, la integración de las monedas de los mercados emergentes, representa un resultado deseable de la reforma.¹ Este documento propone un enfoque pragmático basado en un fondo de diversificación de las reservas internacionales para promover la integración gradual de las divisas de los mercados emergentes a las carteras de reservas internacionales de los bancos centrales como esquema de transición hacia un sistema de divisas múltiples. Además, este fondo respondería de manera directa a las propuestas recientes de las autoridades de China y Rusia, que procuran establecer una diversificación mayor de las divisas de reserva, y de Francia, que busca promover la internacionalización de las monedas de los mercados emergentes.² Llegar a un acuerdo respecto de este fondo o considerarlo en profundidad es una respuesta importante a las preocupaciones de los mercados emergentes sobre la estabilidad del sistema y un posible resultado crítico para la presidencia del G20 en manos de Francia.

La adopción de divisas múltiples que integrarían la cartera de reservas de los bancos centrales sigue los lineamientos de propuestas realizadas por el Subsecretario de Finanzas de Estados Unidos, Robert Roosa, a principios de los años sesenta en respuesta a las preocupaciones de ese entonces por la estabilidad del sistema monetario internacional. Roosa sugería que Estados Unidos debía empezar a acumular monedas de otros países líderes para controlar la oferta de dólares para los requisitos de liquidez internacional. Creía que esto haría que otras divisas “compartieran parte de las responsabilidades inherentes al sistema

¹ Discurso de Apertura de Nicolas Sarkozy, Presidente de Francia, en el seminario de alto nivel sobre el sistema monetario internacional, celebrado en Nanjing, China, el 31 de marzo de 2011 (<http://www.g20-g8.com/g8-g20/g20/francais/pour-la-presse/discours/ouverture-du-seminaire-sur-la-reforme-du-smi.202.html>).

² Xiaochuan Zhou (2009), “Reform of the international monetary system”, sitio web del Banco de la República Popular China, <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>, 23 de marzo; Presidente de Rusia (2009), “Russian proposals to the London Summit (April 2009)”, sitio Web del Presidente de Rusia, <http://eng.kremlin.ru/text/docs/2009/03/213995.shtml>, 16 de marzo; Présidence de la République, Priorités de la présidence française du G20 en 2011, Dossier de presse de présentation de la présidence française du G20 et du G8.

de reservas internacionales” y mitigaría las potenciales presiones que podría generar la pérdida de confianza en el dólar. Roosa sostenía que si bien las otras monedas no serían “igualmente capaces de cumplir con la multiplicidad de funciones inherentes a una divisa de reserva”, podían ser complementarias.³ También afirmaba que la adopción de un sistema de divisas múltiples debía basarse fundamentalmente en la premisa de la complementariedad y no de la sustituibilidad. Este enfoque suponía además que los bancos centrales pueden ser importantes catalizadores de la diversificación de monedas.

El principio de responsabilidades compartidas presupone que otros países desean que sus monedas desempeñen un papel a nivel internacional pero, sobre todo, que sería óptimo para la economía internacional que lo hicieran. Al rol de China se lo considera clave, mientras que otros países como Brasil, India, Corea, México, Rusia, Arabia Saudita y Sudáfrica pueden cumplir una función importante sobre la base de consideraciones regionales y de otra naturaleza. La profundidad de los mercados cambiarios y el desarrollo de fortaleza crediticia, de un sólido régimen cambiario y de mercados de renta fija en moneda doméstica determinarán en gran medida, naturalmente, las oportunidades reales para la adopción de esas monedas como monedas de reserva. Sin embargo, se cree también que la capacidad de una moneda para transformarse en activo de reserva es endógena a la forma en que los bancos centrales asignan su portafolio de reservas internacionales. Muchos mercados de activos de reserva son relevantes debido a las asignaciones de portafolio que realizan los bancos centrales. El Tesoro de los Estados Unidos es hoy el mercado de activos de reserva más elegido en buena medida porque el Banco de la República Popular China ha decidido tener títulos del Tesoro de Estados Unidos.⁴

La propuesta de un fondo de diversificación de reservas internacionales se basa en la premisa de que los patrones pasados de reasignación de reservas, sobre todo la caída de la libra esterlina y el surgimiento del marco, estuvieron acompañados de arreglos institucionales que los apoyaron. La gran cantidad de reservas internacionales de la actualidad también implica que hace falta una mayor coordinación respecto de los cambios en las reservas para impedir disrupciones del mercado.

³ Roosa, R. (1962), “Assuring the free world’s liquidity”, Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, Business Review Supplement, septiembre.

⁴ Esto supone que dado que la acumulación de grandes desequilibrios externos puede adjudicarse al financiamiento de los bancos centrales, los cambios en el patrón de asignación de reservas pueden ayudar a corregir estos desequilibrios.

Al mismo tiempo, el fondo planteado como una iniciativa común ayudaría a superar los importantes obstáculos que existen hoy en día para lograr una mayor diversificación de las reservas internacionales, asociados a las posibles externalidades negativas de la adopción de nuevas monedas por primera vez. El fondo responde de manera directa a los que se supone que son los principales defectos del sistema monetario internacional y a las limitaciones de los patrones predominantes de asignación de reservas: vulnerabilidades inherentemente sistémicas debido a la alta exposición a los riesgos de determinados países, falta de disciplina de pagos, riesgo de concentración del mercado de reservas, falta de representatividad e inequidad.

El enfoque basado en este fondo supone que el énfasis de la reforma debe estar en la composición y gestión de la liquidez internacional y no en la provisión de liquidez adicional y la creación de crédito neto, como ocurriría con un sistema basado en los DEG o en la expansión de redes de seguridad financiera. A pesar de ello, los DEG, como componentes de las reservas internacionales, podrían cumplir un rol en un sistema más diversificado. Se supone que la economía política prevaleciente limita de forma considerable la viabilidad de opciones de reforma que dependan de cambios institucionales amplios, como sería una reforma del Acta Constitutiva del FMI, la creación de nuevas instituciones internacionales o cualquier renuncia significativa a la soberanía en el manejo de la política económica.

II. Justificación de un sistema monetario internacional de divisas múltiples

Los defectos del sistema monetario internacional se asocian desde hace largo tiempo al llamado dilema de Triffin, formulado como producto de la preocupación por la escasez de oro bajo el sistema de Bretton Woods, aunque se lo considera igualmente válido bajo un sistema de dinero fiduciario. Triffin subrayó la “vulnerabilidad de un sistema monetario mundial cuyo funcionamiento depende cada vez más de una o unas pocas monedas *nacionales* como principales componentes de las reservas *internacionales*”.⁵ Lo que quiso decir Triffin es que la liquidez internacional depende de la provisión de liquidez de determinados países y que esos países no pueden aumentar la emisión de reservas internacionales sin que se deteriore el ratio de sus pasivos, lo que con el tiempo minará la confianza en dichos activos de reserva (dilema de Triffin):

⁵ Triffin, R. (1961), “Gold and the dollar crisis”, edición revisada, Yale University Press, New Haven. Las palabras están en itálicas como aparecen en el documento original.

i) **Exposición al riesgo de determinados países:** el sistema monetario internacional sufre la dependencia a monedas emitidas por determinados países, sobre todo al dólar. Esta dependencia al dólar significa que la economía internacional está muy expuesta a los riesgos inherentes a la política económica norteamericana. Al ser el dólar una moneda nacional, es muy poco probable que las autoridades de Estados Unidos subordinen sus objetivos de políticas domésticas a las necesidades de la economía internacional. Esto es importante actualmente dado que la economía norteamericana tiene problemas. El sistema actual, al ser un sistema de reservas basado en el crédito, depende sobre todo de que el deudor, el país que emite la moneda de reserva, tenga suficiente fortaleza crediticia a los ojos del acreedor, el país que acumula las reservas.

ii) **Falta de disciplina de pagos:** el *status* de divisa de reserva que tiene el dólar también significa que Estados Unidos no tiene restricciones en sus pagos externos dado que otros países financian su déficit mediante la acumulación de reservas en moneda extranjera. Por esta razón, Estados Unidos no tiene incentivo alguno para ajustar.

iii) **Falta de representatividad:** el sistema monetario internacional excluye a muchos países que son cada vez más importantes en términos políticos y económicos. Los mercados emergentes van camino a ser 20 de las 40 economías más grandes del mundo para el 2015 en términos del PIB a precios de mercado y representarán la mitad del PIB mundial a precios de mercado para el 2020. Han aportado en promedio la mitad del crecimiento del PIB mundial en el período 2005-2010 y las proyecciones indican que aportarán tres quintas partes del crecimiento del PIB mundial en el período 2011-2015. Los fundamentales económicos de los mercados emergentes han mejorado considerablemente y hoy su deuda pública es mucho más baja que la de los principales países emisores de moneda de reserva. China y Rusia se han propuesto facilitar el uso internacional de sus monedas. La historia económica reciente sugiere que un mayor peso económico suele estar acompañado por una mayor proliferación de la moneda.⁶

iv) **Riesgo de concentración del mercado de reservas y la prociclicidad de la asignación de reservas:** la masiva acumulación de reservas internacionales y la asignación de ellas en un número reducido de activos, en particular los títulos del

⁶ El poder económico suele estar acompañado de proliferación monetaria internacional; Mundell, R. (1983), "International monetary options", *Cato Journal*, pp. 189-210.

Tesoro de Estados Unidos, generó una concentración importante del mercado que potencialmente podría desestabilizar a los mercados de capitales. Por lo tanto, no parece factible una expansión adicional de las tenencias oficiales sin un riesgo indebido de creciente concentración, particularmente en el mercado de títulos del Tesoro de Estados Unidos, que posiblemente dificultaría la formación de precios y aumentaría el riesgo de mercado frente a cambios súbitos en la composición de las reservas.⁷ El riesgo de concentración podría ser excesivamente magnificado por la potencial naturaleza procíclica de la asignación de reservas. Durante 2008, los bancos centrales retiraron un monto significativo de depósitos bancarios a medida que se incrementaba el riesgo crediticio de los bancos, lo que puede haber exacerbado el fuerte déficit de liquidez que algunas instituciones experimentaron.

v) **Inequidad:** la acumulación de reservas internacionales se corresponde con una transferencia masiva de recursos por medio de la cual los países relativamente pobres terminan financiando barato a un país rico como Estados Unidos.

El plan de Triffin ha quedado asociado históricamente, entre otras cosas, a la adopción de un sistema monetario internacional de divisas múltiples; por ejemplo, Lutz expresó lo siguiente: “En el plan de Triffin es claro que el énfasis no está puesto tanto en el aumento de la capacidad de endeudamiento de los países participantes sino en la creación de más unidades de moneda internacional, como consecuencia de lo cual los países prestatarios hacen uso de esta capacidad [...]. El deseo de diversificar el riesgo distribuyendo las reservas internacionales entre varios países sería suficiente motivo para adoptar el patrón de divisas múltiples”.⁸ Del mismo modo, Malkiel señaló: “[...] cuanto mayor sea el número de centros (países emisores de moneda de reserva), mayor será el potencial para elevar el ratio entre reservas monetarias y deuda de corto plazo [...]. Dado que la confianza depositada en cualquier moneda es, como mínimo, en parte, una función de ese ratio, puede deducirse que, [...], ese sistema sería menos sensible a las crisis de confianza. [...] Deberíamos [...] subrayar que esta solución contiene los elementos esenciales del plan de Triffin”.^{9,10}

⁷ Por ejemplo, el Financial Times del 7 de Julio de 2010 dijo en su titular “China rules out ‘nuclear option’ on T-bills” (“China descarta la ‘opción nuclear’ sobre los bonos del Tesoro”) lo que significa que China no tiene planeado reducir significativamente sus tenencias en títulos públicos de EE.UU.

⁸ Lutz, F. (1963), “The problem of international liquidity and the multiple-currency standard”, Essays in International Finance, N° 41, International Finance Section, Princeton University.

⁹ Malkiel, B. (1963), “The rejection of the Triffin plan and the alternative accepted”, Journal of Finance, pp. 511-536.

La adopción de un sistema de divisas múltiples permitiría, en esencia, mitigar los riesgos resultantes de utilizar pocas monedas y reduciría, en consecuencia, el riesgo idiosincrásico del sistema. Morigeraría la dependencia y la carga que pesa sobre las divisas individuales y daría lugar a un sistema más equilibrado. La migración a un sistema de estas características ayudaría también a reducir el riesgo de concentración del mercado de reservas porque ampliaría la variedad de activos que pueden utilizarse como reservas internacionales. La integración de las monedas de los mercados emergentes crearía un sistema más representativo de la economía internacional y mitigaría las preocupaciones por la inequidad en la medida en que los mercados emergentes, que son los mayores tenedores de reservas, financiarían también a otros mercados emergentes. Pero, además, las divisas múltiples mejorarían la disciplina de pagos debido a que las mayores oportunidades de asignación de reservas y, por consiguiente, las oportunidades alternativas de financiamiento, deberían mejorar los incentivos para que los países adopten políticas de mayor respaldo a la fortaleza crediticia por miedo a perder participación de mercado ante nuevas divisas de reserva como producto de la competencia entre las monedas.¹¹

¹⁰ El riesgo de la concentración de divisas ha sido sostenido: "los riesgos llegaron a ser demasiado grandes al depender de una sola divisa como reserva de valor o para resolver los ingresos o salidas de divisas de la balanza de pagos", vea, por ejemplo, Roosa, R. (1982), "The multiple reserve currency system", en Group of Thirty, *Reserve currencies in transition*, New York.

¹¹ La noción de la diversificación de divisas también puede asociarse al concepto de competencia entre las monedas. Esta competencia ha sido asociada sobre todo a Friedrich Hayek en Hayek, F. (1978), "Denationalisation of Money", Hobart Paper 70 (segunda edición), Institute of Economic Affairs London. Hayek se focaliza predominantemente en las emisiones domésticas pero ofrece sugerencias también para el contexto internacional. En los años setenta, Hayek propuso la suspensión de los monopolios de divisas para permitir la competencia entre ellas y brindar la disciplina necesaria para la estabilidad monetaria. Hayek, gran defensor de los tipos de cambio fijos, consideraba a la competencia entre las divisas, en línea con los atributos generalizados de la estructura del mercado, como el mecanismo más confiable y vinculante para instaurar la disciplina y evitar que las agencias gubernamentales individuales emitieran dinero en exceso. Hayek era esencialmente escéptico respecto de las capacidades de los hacedores de política para poner en práctica políticas compatibles con la estabilidad de precios y, por consiguiente, se opuso a otorgarle al sector público el monopolio de la emisión de moneda, al que caracterizó como proclive al abuso dado los incentivos del sector público para incurrir en inflación. Hayek extendió su propuesta al sistema monetario internacional presentando a la competencia entre divisas como un sustituto de la disciplina impuesta por el oro hasta esa fecha. Sostuvo que el oro había servido como fuerza disciplinadora pero que ya no podía seguir considerándose un ancla adecuada dado que, sencillamente, no había suficiente oro para atender la demanda implícita sustancial de oro: "La convertibilidad [del oro] es la salvaguarda necesaria que debe imponerse a un monopolista pero resulta innecesaria cuando hay proveedores que compiten y que no pueden seguir siendo parte del negocio si no proporcionan dinero de una manera que sea al menos tan ventajosa para los usuarios como la que ofrece cualquier otro". Hayek vislumbró que la competencia entre las divisas en el contexto internacional derivaría en un proceso de selección que dejaría sólo a unas pocas monedas pero que la amenaza continua del ingreso de otras proporcionaría la disciplina necesaria. Hayek reconoció el factor de externalidad y, por consiguiente, las ventajas de utilizar sólo

III. Asignación de reservas internacionales

Las reservas internacionales de los bancos centrales ascienden a alrededor de USD 9,2 billones y se caracterizan por una alta concentración de monedas y activos. La composición de las reservas internacionales ha cambiado de forma significativa desde los años sesenta y pasaron de estar constituidas predominantemente por el oro a estar cada vez más dominadas por las divisas. El dólar y la libra esterlina representaron el grueso de las divisas de reserva bajo el sistema de Bretton Woods, tras lo cual hubo primero una asignación a un número más amplio de monedas y luego, con la adopción del euro, nuevamente una asignación a un número más reducido de monedas. Más recientemente, la composición de las reservas por activo cambió de tenencias constituidas principalmente por depósitos bancarios a asignaciones en títulos del Tesoro y, en los últimos tiempos, a asignaciones limitadas a instrumentos de crédito.

Las principales características actuales de las tenencias de reservas internacionales son las siguientes (ver Tabla 1):

i) **Monto:** el *stock* de reservas internacionales totales de los bancos centrales menos el oro aumentó alrededor de USD 0,7 billones durante el 2010 hasta ubicarse aproximadamente en USD 9,2 billones (de USD 2,0 billones en el año 2000).¹² Las reservas constituyen en promedio alrededor del 14% del PIB para todos los países y el 27% del PIB para los mercados emergentes. Las tenencias de reservas internacionales siguen estando muy concentradas, de manera tal que los 3 tenedores principales (China, Japón y Rusia) representan aproximadamente el 50% de las tenencias totales, mientras que los 10 países más grandes representan el 70%; además, hay 25 países con reservas en divisas superiores a los USD 50.000 millones.

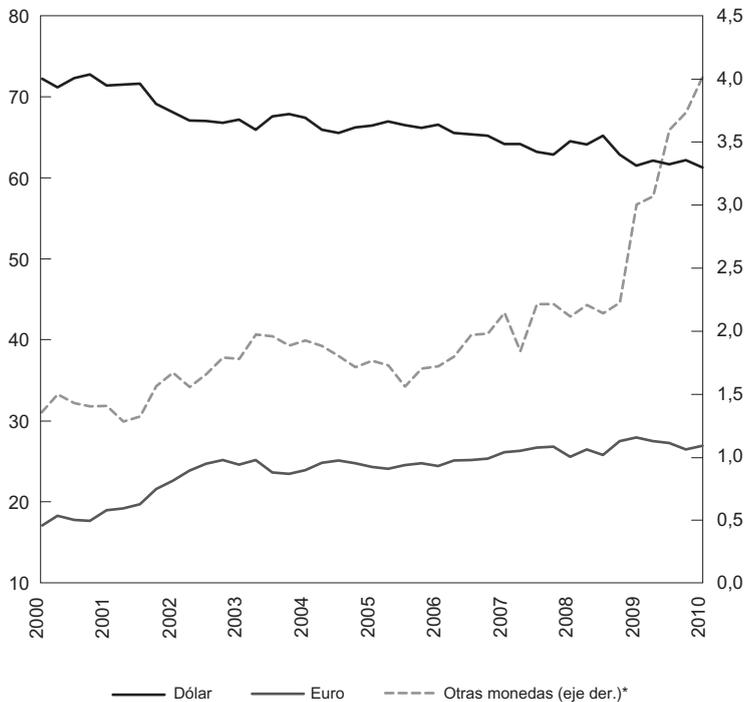
algunas y no muchas divisas: "No me sorprendería encontrar que en algunas áreas se utilice una sola moneda en las operaciones comunes, siempre que la competencia potencial haga que el emisor la mantenga estable". Vea también las ventajas de la competencia entre las divisas en Eichengreen, B. (2009), "The dollar dilemma", *Foreign Affairs*, septiembre/octubre: "Pero, como mínimo, la lección es que la competencia entre las divisas de reserva mejora la disciplina de mercado que sienten los hacedores de política. Cuantas más alternativas tengan los bancos centrales y otros inversores internacionales, más presión sentirán los hacedores de política para dar los pasos necesarios para mantener la confianza de esos inversores", p. 68. Si desea un resumen de las ideas de Hayek sobre la competencia entre las divisas en un contexto internacional, vea, por ejemplo, Mandeng, O. (2010), "The case for reserve currency competition", *Central Banking*, mayo, pp. 73-77.

¹² El monto de las reservas excluye en muchos casos las tenencias de otras instituciones financieras del sector público, como los fondos soberanos.

ii) **Divisas:** el dólar tenía una participación del 61% y el euro una participación del 26% en 2010, en comparación con el 71% y 18%, respectivamente, en el año 2000 (sobre la base de los portafolios declarados). Otras monedas, excluyendo la libra esterlina, el yen y el franco suizo, aumentaron de menos del 2% en el período 2000-2008 al 4% en 2010 (ver Gráfico 1). La composición de las reservas por divisa ha estado sujeta a continuos cambios (en parte debido a las fluctuaciones del tipo de cambio).

iii) **Títulos (títulos de EE.UU.):**¹³ las reservas internacionales están compuestas predominantemente por títulos. Los títulos del Tesoro representan aproximadamente

Gráfico 1 / Composición de las reservas internacionales (% de las reservas internacionales en poder de bancos centrales)



Fuente: FMI.

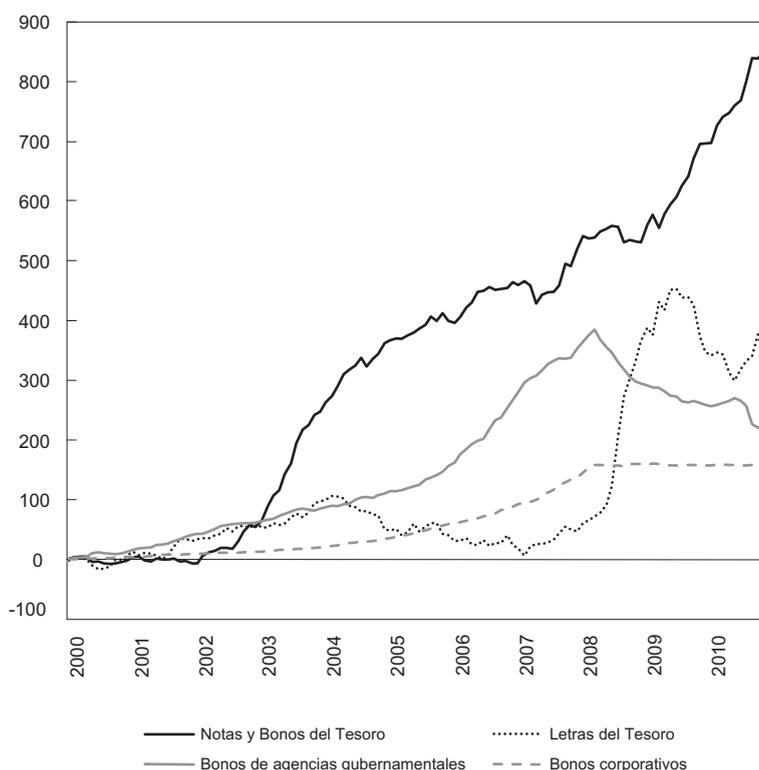
* Excluyen la libra esterlina, el yen japonés y el franco suizo.

¹³ Los datos se refieren solamente a las tenencias de títulos de Estados Unidos debido a la disponibilidad de datos.

el 63% del total de títulos de los bancos centrales. Las compras de títulos de agencias gubernamentales se aceleraron hasta el año 2008 pero declinaron desde entonces. Las compras de letras del Tesoro (bills), que representaban sólo una pequeña proporción del total de compras de títulos del Tesoro, se aceleraron significativamente desde agosto de 2008 hasta agosto de 2009, pasando a representar el 100% de las compras totales de títulos del Tesoro (ver Gráfico 2).

iv) **Oro**: los bancos centrales acumulan grandes tenencias de oro pero están concentradas en un número pequeño de economías avanzadas (Estados Unidos, Alemania, Italia y Francia tienen más del 50% del total de reservas de oro). Las reservas de oro a precio de mercado representaban alrededor del 11% de las

Gráfico 2 / Compras netas oficiales de títulos de Estados Unidos (USD miles de millones, compras netas acumuladas)



Fuente: Tesoro de los Estados Unidos.

reservas totales en 2010, en comparación con el 12% en 2000. La cantidad de oro en reserva en los bancos centrales ha declinado marcadamente de un pico de 34.179 toneladas métricas en 1965 a 23.249 toneladas en 2008, para luego aumentar a 24.150 toneladas en 2010.

v) **Derechos Especiales de Giro (DEG):** el total de DEG asciende a USD 314.000 millones, alrededor del 3% de las reservas internacionales totales después de la asignación realizada en agosto de 2009.

vi) **Depósitos bancarios:** los depósitos bancarios vienen declinando con firmeza como porcentaje del total de reservas.

vii) **Concentración del mercado:** en 2009, los bancos centrales (y otras instituciones financieras oficiales) tenían alrededor del 45% del total de notas y bonos del Tesoro en circulación, en comparación con el 19% de 2000.

viii) **Costos cuasifiscales:** se estima que el costo de las tenencias de reservas internacionales aumentó significativamente debido a las tasas de interés domésticas más altas y a la creciente acumulación de reservas (ver Gráfico 3). El costo puede medirse calculando la diferencia entre el retorno total de las reservas internacionales y los costos totales del financiamiento. Pueden producirse pérdidas significativas adicionales si se aprecia la moneda doméstica contra las tenencias en divisas que conforman las reservas.

Las proyecciones indican que las reservas seguirían aumentando de forma significativa. Las proyecciones basadas en las necesidades futuras, aproximadas por las medidas estándar de cobertura de reservas incluyendo importaciones, deuda externa de corto plazo y agregados monetarios, y el mantenimiento de los esquemas de política cambiaria predominantes sugieren que las reservas internacionales podrían crecer a un ritmo similar al de los últimos años, de USD 0,8 billones a USD 1,2 billones por año. Esto implica que las reservas totales menos el oro podrían llegar a los USD 10 billones en 2011.

Gráfico 3 / Costos cuasifiscales(*) (En puntos básicos)



Fuente: JP Morgan.

(*) Diferencia entre el índice de bonos del gobierno de mercados emergentes de JP Morgan (GBI EM Broad) y del índice global de bonos del gobierno de JP Morgan (GBI Global) de 1 a 3 años sin Japón.

Tabla 1 / Composición de las reservas internacionales

	1950	1960	1970	1980	1990	2000	2010 ⁽¹⁾
Composición de las reservas por moneda (porcentaje) ⁽²⁾							
Dólar de EE.UU.	42,0	53,1	75,9	66,7	50,6	71,1	61,4
Libra esterlina	58,0	33,5	12,5	3,0	3,0	2,8	4,0
Marco alemán	...	...	1,5	15,1	16,8	...	...
Yen japonés	...	...	...	4,2	8,0	6,1	3,8
Franco suizo	...	...	...	3,2	1,2	0,3	0,1
Franco francés	...	...	0,4	1,7	2,4	...	...
ECU/euro ⁽³⁾	9,7	18,3	26,3
Otras	...	13,4	9,7	6,1	8,3	1,5	4,4
Total de reservas (USD MM)	48	60	94	987	1.271	2.228	10.236
Total de reservas menos oro (USD MM)	15	22	56	398	913	1.971	9.153
Mercados emergentes (USD MM)	7	6	16	159	251	1.050	6.738
% de reservas menos oro	45,7	29,2	27,9	39,8	27,5	53,2	73,6
DEG (USD MM)	...	...	3	22	30	28	314
Mercados emergentes (USD MM)	...	...	1	7	9	9	117
% de reservas menos oro	...	...	6,1	5,6	3,3	1,4	3,4
Reservas de oro (USD MM) ⁽⁵⁾	33	38	39	589	358	256	1.083
% de reservas totales	69,3	63,8	41,0	59,7	28,2	11,5	10,6
Mercados emergentes (USD MM)	3	3	4	83	49	37	220
Información adicional							
Depósitos bancarios (USD MM)	...	...	...	171	251	400	851
% de reservas totales menos oro	...	...	...	43,0	27,5	20,3	9,3
Composición de los títulos de EE.UU. (% de tenencias oficiales externas totales de títulos de EE.UU.)							
Títulos del Tesoro de EE.UU.	...	...	...	...	84,1 ⁽⁴⁾	71,4	62,9 ⁽⁶⁾
Títulos de agencias gubernamentales de EE.UU.	...	...	...	...	3,6 ⁽⁴⁾	13,5	24,3 ⁽⁶⁾
Tenencias oficiales externas de títulos de EE.UU. (% de títulos de EE.UU.)							
Títulos del Tesoro de EE.UU.	...	...	...	...	10,9 ⁽⁴⁾	18,5	44,7 ⁽⁶⁾
Títulos de agencias gubernamentales de EE.UU.	...	...	...	...	0,6 ⁽⁴⁾	2,5	11,0 ⁽⁶⁾

Fuente: BPI, FMI; Tesoro de EE.UU.

(1) septiembre de 2010; (2) diciembre de 2010; (3) 1999, introducción del euro; (4) 1994; (5) a precios de mercado (precio del oro de Londres); (6) junio de 2009; ... no disponible. (USD MM: miles de millones de dólares).

IV. Mercados domésticos de renta fija de los países emergentes

Los mercados domésticos de renta fija de los países emergentes representan un abanico de oportunidades de inversión en términos de capitalización de mercado, calificación crediticia y variedad de instrumentos transables. Las propiedades de los mercados de renta fija de muchos países emergentes clave son similares, o incluso superan, a las de las economías avanzadas más pequeñas. Sigue habiendo diferencias importantes entre los mercados emergentes con respecto a la convertibilidad de la moneda y al desarrollo de sus mercados de títulos. Se estima que la incorporación creciente de las mejores prácticas en términos de infraestructura de mercado, como pagos, liquidación y custodia, seguirá mejorando en promedio las condiciones del mercado y de las operaciones. Los fondos de inversión en activos de renta fija en moneda doméstica figuran entre los fondos de inversión de más rápido crecimiento en los mercados emergentes y ofrecen bonos del gobierno en moneda local, bonos ajustados por inflación y otros instrumentos financieros de corto plazo (*money market*).

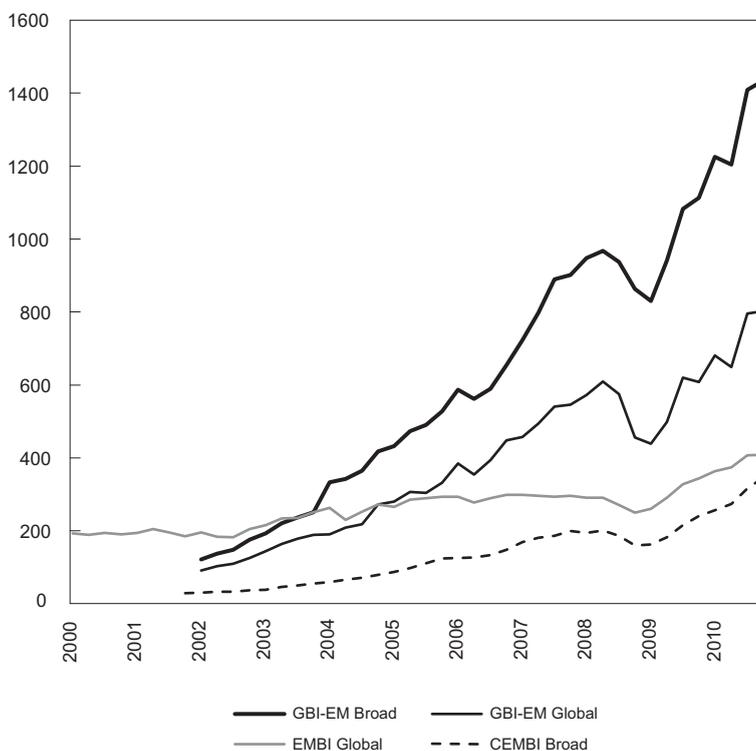
El rápido desarrollo de los mercados de moneda doméstica de los países emergentes puede aproximarse con índices del mercado de bonos del gobierno. Los mercados de bonos del gobierno en moneda doméstica de los países emergentes tienen una capitalización de alrededor de USD 1,5 billones (Índice de Bonos del Gobierno de Mercados Emergentes de JP Morgan [GBI-EM Broad]) en comparación con los USD 0,2 billones que tenían en 2002 (año de creación del índice) (ver Gráfico 4). El universo de inversión de referencia es USD 0,8 billones si se excluye a los países de difícil acceso (Argentina, China e India) debido a las restricciones existentes en la cuenta financiera y de capital (Índice Diversificado Global de JP Morgan [GBI-EM GD]). Por lo tanto, el índice GBI-EM GD representa alrededor del 15% del índice de bonos del gobierno de referencia equivalentes de Estados Unidos (GBI Estados Unidos de JP Morgan). El rápido aumento de la capitalización de mercado demuestra la profundización creciente de los mercados en moneda doméstica (ver Tabla 2).¹⁴ Las calificaciones crediticias promedio de los índices GBI-EM Broad y GBI-EM GD son de grado de inversión y el 85% de los países que lo forman tienen una calificación de grado de inversión. Sin embargo, los índices de bonos pueden no ser totalmente representativos de las oportunidades actuales de inversión en bonos. El *stock* total de títulos de entidades públicas de

¹⁴ La inclusión de instrumentos para los índices GBI de JP Morgan se basa en la liquidez, por lo que muestran las oportunidades reales de asignación y operación.

los mercados emergentes asciende a USD 5,8 billones (de los cuales China e India representan USD 2,2 billones) y, por consiguiente, ofrece otras oportunidades de inversión en títulos que no son de referencia. Los títulos públicos de los mercados emergentes representan en promedio alrededor del 15% del total de títulos públicos.

Los volúmenes de operaciones cambiarias indican que los mercados emergentes desempeñan un papel cada vez más relevante en las transacciones internacionales. En 2010, de las 20 divisas más importantes por volumen de operaciones, 10 pertenecían a los mercados emergentes (ver Tabla 2). Los mercados cambiarios

Gráfico 4 / Bonos de mercados emergentes (Valor de capitalización de los índices de JP Morgan, en USD miles de millones)



Fuente: JP Morgan.

GBI: índice de bonos del gobierno de mercados emergentes del JP Morgan (índice de bonos del gobierno en moneda local).

EMBI: Índice de bonos de mercados emergentes del JP Morgan (índice de deuda externa de los gobiernos y de bonos de agencias gubernamentales).

CEMBI: Índice de bonos corporativos de mercados emergentes del JP Morgan (índice de deuda externa corporativa).

Tabla 2 / Mercados de activos de reservas internacionales - Títulos públicos líquidos

	2002	2007	2011 ⁽⁵⁾
	Capitalización de mercado (USD MM) ⁽¹⁾		
GBI Global de JP Morgan			
Japón	1.822	3.125	5.678
Estados Unidos	1.754	2.330	5.578
Alemania	636	1.071	1.193
Reino Unido	334	669	1.132
China ⁽²⁾	...	205	377
Canadá	150	216	347
Holanda	168	254	304
Corea ⁽⁴⁾	35	195	266
India ⁽²⁾	49	108	228
Brasil ⁽³⁾	0	109	200
Australia	27	37	139
México ⁽³⁾⁽⁴⁾	18	75	115
Dinamarca	78	73	108
Suecia	62	77	89
Sudáfrica ⁽³⁾⁽⁴⁾	36	50	73
Rusia ⁽³⁾	...	5	31
GBI-EM Broad de JP Morgan	174	899	1.473
GBI-EM Global de JP Morgan	125	545	826
Información adicional			
Títulos domésticos de mercados emergentes	2.315	6.501	9.011 ⁽⁶⁾
Títulos públicos	1.465	4.448	5.786 ⁽⁶⁾
% de títulos públicos a nivel mundial	9%	17%	15% ⁽⁶⁾
Distribución de las divisas en el volumen global de operaciones del mercado cambiario ⁽⁷⁾			
Divisas de los mercados emergentes	9% ⁽⁸⁾	12%	14% ⁽⁸⁾

Fuente: BPI; JP Morgan.

(1) La inclusión en los índices GBI de JP Morgan se basa en la liquidez medida por diferentes *proxies* de liquidez; vea JP Morgan, Índices de Bonos del Gobierno de JP Morgan, enero de 2002; JP Morgan, Introducción de la familia de índices (GBI-EM) de bonos del gobierno de los mercados emergentes, diciembre de 2009.

(2) GBI-EM Broad de JP Morgan. No es fácilmente accesible para los inversores externos.

(3) GBI-EM Global de JP Morgan.

(4) GBI Broad de JP Morgan.

(5) Febrero de 2011.

(6) septiembre de 2010.

(7) Estudio trienal del BPI: dado que dos divisas participan de cada transacción, la suma de las participaciones porcentuales de las divisas individuales totaliza 200% en lugar de 100%. Ajustado para evitar doble contabilidad de transacciones locales y extranjeras entre *dealers* (es decir, base "net-net").

(8) 2001 y 2010, respectivamente.

y de instrumentos de corto plazo relacionados (*money markets*) de los países emergentes ofrecen oportunidades alternativas de inversión que, por lo general, superan con creces a las de los mercados de bonos. Los mercados de divisas y los instrumentos de corto plazo, como los contratos de *forwards* y otros instrumentos de *money markets*, son activos líquidos bien desarrollados y de corto plazo que permiten grandes oportunidades de inversión en instrumentos que también pueden calificar como activos aptos para utilizarse como reservas internacionales.

V. Fondo de diversificación de reservas internacionales: un esquema de transición

El fondo de diversificación de reservas de los mercados emergentes (EMRDF, por sus siglas en inglés) aquí propuesto sigue, en principio, las disposiciones que sirvieron de guía a los arreglos del Grupo de Basilea de los bancos centrales del G10 más Suiza, la “red de seguridad” de la libra esterlina de los años sesenta y setenta para permitir una reversión ordenada de las tenencias no deseadas de libras esterlinas.^{15,16} Se cree que la introducción ordenada de nuevas monedas depende, en gran medida, de la existencia de un esquema institucional favorable más que de las fuerzas de mercado solamente. Esto es consistente con los patrones históricos del surgimiento de la libra esterlina en la zona colonial de la libra, del dólar por su papel central bajo el sistema de Bretton Woods de tipos de cambio

¹⁵ The Banker comentó que “los arreglos [de Basilea] son simbólicamente importantes como primer paso concreto para ayudar a poner fin gradualmente al prolongado rol de la libra esterlina como divisa de reserva”, The Banker, “Sterling policy now”, febrero de 1977, p. 15.

El Primer Ministro británico James Callaghan acuñó la frase “red de seguridad” dentro del contexto del paquete de respaldo financiero para la libra esterlina del año 1977. The Times (12 enero de 1977) señaló que Callaghan anunció un “servicio de financiamiento [...] como red de seguridad para las tenencias de libras esterlinas”. The Times (7 de febrero de 1977) dijo en uno de sus titulares “*Safety net if reserves drop below US\$6750 million*” (Red de seguridad si las reservas caen por debajo de los USD 6.750 millones) para describir el mecanismo de respaldo a la libra británica recién creado.

El informe del Artículo VIII de 1977 del FMI dijo sobre las medidas que “cumplen con uno de los principales propósitos del arreglo para permitir una disminución ordenada de las tenencias oficiales de libras hasta llevarlas a niveles operativos [...]. El representante del Reino Unido señaló que se proponían seguir alentando a los tenedores oficiales a reducir sus tenencias a niveles operativos [...]”, FMI (1977), Reino Unido —Informe del personal ejecutivo para la consulta sobre el Artículo VIII de 1977, Washington D.C., 30 de junio de 1977 (SM/77/155).

¹⁶ Si desea un estudio sobre las modalidades de declinación de la libra esterlina como divisa de reserva, vea Schenk, C. (2009), “The retirement of sterling as a reserve currency after 1945: Lessons for the US Dollar?”, copia mimeografiada, Universidad de Glasgow, mayo.

fijos y del marco con la adopción del Sistema Monetario Europeo. El tamaño actual de las reservas en relación con los mercados subyacentes sugiere también que cualquier cambio en la composición de las reservas será mucho más disruptivo que en el pasado. Del mismo modo, mientras que los arreglos del Grupo de Basilea estuvieron condicionados en parte por el hecho de que los países miembros de la zona de la libra se vieron obligados, hasta un cierto punto, a mantener sus tenencias en libras, la inexistencia de arreglos explícitos plantea hoy la posibilidad de reasignaciones de reservas más abruptas y desordenadas. Por consiguiente, se considera que la adopción de un fondo es esencial para guiar las expectativas del mercado de que la diversificación de reservas de los bancos centrales será gradual y colaborará con la estabilización de los mercados cambiarios.

La introducción de nuevas monedas al sistema se materializaría, como es lógico, en cambios en la composición de las reservas internacionales de los bancos centrales. Para facilitar esta introducción, el EMRDF canjearía las principales divisas de reserva por un conjunto específico de nuevas monedas. Un esquema común permitiría la coordinación de las compras de estas nuevas divisas y reduciría al mínimo cualquier impacto adverso en el mercado y la balanza de pagos. También ayudaría a superar las potenciales externalidades negativas derivadas de la adopción y resolvería los problemas internos de los bancos centrales poco familiarizados con las monedas de los mercados emergentes. Las preocupaciones por la reputación y el riesgo asociado con la rendición de cuentas de los bancos centrales también pueden mitigarse si las inversiones se realizan dentro de una iniciativa internacional común.

Cabe esperar que el EMRDF colabore en la profundización de los mercados de capitales domésticos para promover el desarrollo de activos aptos para ser utilizados como reservas internacionales. El fondo podría convertirse en un vehículo clave para alentar la demanda de títulos de más largo plazo, promover las mejores prácticas de mercado y, por consiguiente, respaldar a los gobiernos en la extensión de los vencimientos y la construcción de curvas de rendimiento de referencia líquidas. Por lo tanto, el fondo favorecería las condiciones para la internacionalización de las divisas de los mercados emergentes.

El EMRDF se basa en las siguientes premisas:

i) **Varias divisas de reserva:** un sistema de divisas múltiples otorga beneficios cuando participan varias (y no unas pocas) divisas. Se considera que la diver-

sificación depende, sobre todo, de la noción de complementariedad y no de sustituibilidad. Las divisas diferirán en su capacidad de aporte al sistema; las responsabilidades primarias recaerán en las principales divisas de reserva mientras que las divisas secundarias podrían asumir funciones complementarias a medida que responden gradualmente a funciones de mayor envergadura. Las divisas de los mercados emergentes representan la meta principal de integración.

ii) **Oferta de activos aptos para ser utilizados como reserva:** se supone que las divisas más pequeñas pueden desempeñar un papel útil en el sistema de reservas internacionales sin tener que cumplir con las propiedades más estrictas de los activos de reserva. La apertura completa de la cuenta financiera y de capital no se considera esencial para la adopción del fondo, pero deberán satisfacerse naturalmente algunas condiciones mínimas para facilitar el acceso a los instrumentos subyacentes. Cuando el marco y el yen fueron adoptados como divisas de reserva durante las décadas de 1970 y 1980, estas monedas no eran totalmente convertibles para las transacciones de la cuenta de financiera y de capital. Tampoco se estima que será esencial la flotación completa; el franco francés era una divisa de reserva menor cuando estaba atado al marco alemán antes de la introducción del euro. Tampoco será necesario contraer un déficit externo para suministrar los activos de reserva; basta recordar que el surgimiento del marco, el yen y el euro como divisas de reserva se produjo cuando Alemania, Japón y la Zona del Euro tenían excedentes de cuenta corriente.

iii) **Tamaño del fondo:** el tamaño de los activos administrados tiene que ser grande para que realicen un aporte significativo.

iv) **Realineamiento del tipo de cambio:** a igualdad de las restantes condiciones, la adopción de nuevas divisas provocaría una apreciación del tipo de cambio contra las principales divisas de reserva existentes dado que la asignación se correspondería con un ingreso de capitales. La naturaleza multilateral de la apreciación del tipo de cambio mitigaría las preocupaciones de los países individuales por una posible pérdida de competitividad.

v) **Enfoque basado en reglas:** el fondo seguiría un enfoque de inversión transparente y basado en reglas apoyado en los criterios de participación del G20 y de calificación crediticia. Se supone que los intentos anteriores, como la cuenta de sustitución de los DEG del FMI y el Fondo Asiático de Bonos (Asian Bond

Fund), fracasaron o no fueron exitosos en parte por las interferencias políticas indebidas en su creación, supervisión y operaciones.^{17,18}

El objetivo del EMRDF es ofrecer una exposición diversificada a las divisas de los mercados emergentes más importantes y a sus instrumentos subyacentes como solución integral para la asignación de reservas. Las divisas elegidas incluirían a las divisas de alta calificación de los mercados emergentes del G20. Las asignaciones dependerían de las ponderaciones del PBI de los países emisores de las monedas –las ponderaciones de los países estarían limitadas al 20% como máximo de la cartera total y el excedente se distribuiría proporcionalmente– corregidas por filtros de accesibilidad a la moneda y de calificación crediticia para permitir una adecuada diversificación (ver Tabla 3).

El EMRDF se basa en tres principios fundamentales:

- i) **Universo de inversión:** se invertiría sólo en las divisas de países que cumplan con el criterio de inclusión basado en reglas que representen a los países del G20 con una calificación crediticia de inversión.

- ii) **Bancos centrales solamente:** el fondo estaría disponible sólo para bancos centrales y sería administrado estrictamente bajo criterios de asignación de reservas basados en seguridad, liquidez y retorno.

¹⁷ Otras iniciativas destinadas a facilitar el canje de reservas de los bancos centrales por nuevos activos han sido menos exitosas. La cuenta de sustitución de DEG del FMI no pudo crearse en 1974 y 1980, en parte debido a la debilidad inherente de los DEG en sí pero, en especial, por la incapacidad para asignar pérdidas cambiarias posibles resultantes de las tenencias de DEG. Si desea información sobre la cuenta de sustitución, vea por ejemplo Kenen, P. (2010), "The substitution account as a first step toward reform of the international monetary system", Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, marzo.

El BPI lanzó el Fondo Asiático de Bonos en 2003 como respuesta a una propuesta de la Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales del Sudeste Asiático y el Pacífico (EMEAP) destinada a facilitar la reinversión de una pequeña porción de las reservas de Asia nuevamente en la región y a colaborar simultáneamente con el desarrollo de los mercados de capitales regionales. El Fondo Asiático de Bonos respaldado por el BPI, lanzado en 2003, sigue siendo insignificante en términos de activos administrados. Se estima que esto se debe al hecho de que su estrategia amplia de inversión, que incluye divisas con atributos de crédito débiles que es poco probable que cumplan un rol internacional significativo en el futuro cercano, ha hecho que los bancos centrales sean renuentes a asumir una exposición al fondo. Las consideraciones políticas que orientan la inclusión también frustraron una iniciativa similar reciente del BPI para América Latina.

¹⁸ Si desea una propuesta más reciente de un esquema común para la diversificación de reservas, vea Truman, E. y Wong, A. (2006), "The case for an international reserve diversification standard", Institute for International Economics, Documento de Trabajo 06-02, Washington D.C.

iii) **Pérdidas de las operaciones:** los bancos centrales asumirían todas las pérdidas de capital y cambiarias resultantes de su exposición al fondo. A pesar de ello, el fondo sería un vehículo para alentar una mayor diversificación de las divisas y, por lo tanto, daría respaldo a una mayor inmunización contra las pérdidas de capital y cambiarias.

El fondo procuraría obtener un *status* especial para quedar exento de los controles existentes sobre la cuenta financiera y de capital en los países donde existan restricciones. Este objetivo es consistente con los regímenes de exención de los bancos centrales bajo el Fondo Asiático de Bonos y el Sistema Monetario Europeo. El tamaño real del fondo dependería de la obtención de regímenes de exención en los respectivos países. Donde no pudieran obtenerse estas exenciones, se podrían ajustar las ponderaciones del país hacia abajo. Las reservas se asignarían sobre todo a instrumentos monetarios de corto plazo, incluyendo contratos de futuros sobre una base no entregable y títulos de gobiernos y bancos centrales. La disponibilidad de títulos también puede restringir las inversiones aun cuando no existan restricciones explícitas. El fondo puede procurar la obtención de emisiones especiales de títulos de los países relevantes para poder asumir asignaciones determinadas.

Tabla 3 / Asignaciones del fondo de diversificación de reservas internacionales⁽¹⁾

G20	Divisa	Calificación crediticia externa a largo plazo (S&P/Moody's)	PIB (participación porcentual en el total) ⁽²⁾	Asignación (participación porcentual en el total) ⁽²⁾
Brasil	Accesible	BBB-/Baa3	15,0	20,0
China	Acceso limitado	AA-/Aa3	42,7	20,0
India	Acceso limitado	BBB-/Baa3	10,6	15,1
Corea	Accesible	A/A1	7,3	10,4
México	Accesible	BBB/Baa1	7,5	10,6
Rusia	Accesible	BBB/Baa1	11,0	15,6
Arabia Saudita	Accesible	AA-/Aa3	3,2	4,6
Sudáfrica	Accesible	BBB+/A3	2,6	3,7

Fuente: FMI.

(1) Indicativo.

(2) FMI (Perspectivas Económicas Mundiales - octubre de 2010). Ponderaciones en proporción al PIB real. Participación del PIB con un tope del 20%; el exceso se distribuye proporcionalmente según el PIB.

Los bancos centrales adquirirían acciones del fondo denominadas en las principales divisas de reserva. Habría una valuación diaria de las acciones sobre la base de los retornos totales expresados en las principales monedas de reserva. La adquisición de las acciones del fondo implicaría una sustitución de los activos de reserva y alteraría la composición pero no el nivel de las reservas. Las inversiones domésticas implicarían un ingreso de capitales y, si el banco central decide intervenir, incrementarían las reservas internacionales en la cantidad del monto invertido. El fondo buscaría realizar inversiones de manera directa con los tesoros locales para adquirir títulos del tesoro o instrumentos equivalentes. Esto permitiría evitar a los mercados locales de divisas y de títulos públicos y esterilizar el ingreso de capitales suponiendo que los tesoros domésticos depositarían los fondos recibidos en sus bancos centrales. La naturaleza de la composición de la inversión del fondo implica que los bancos centrales participantes pueden tener una exposición parcial a los títulos de sus propios países dado el universo de inversión. Algunos bancos centrales podrían optar por una cobertura para esta exposición.

El EMRDF podría apuntar a una inversión inicial de USD 0,5 billones que se financiaría e invertiría gradualmente en el transcurso de 5 años. En esas condiciones, el fondo representaría alrededor del 5% de las actuales tenencias de reservas en divisas de los bancos centrales. Las inversiones realizadas por el fondo serían coordinadas de cerca con los gobiernos locales.

Las estructuras administrativas, legales y de custodia del EMRDF se basarían en los más altos estándares de la industria (podría ser listado en Luxemburgo bajo la estructura SICAV UCITS III). El fondo permitiría la negociación diaria y cumpliría con la definición del FMI sobre reservas internacionales y las disposiciones relativas a *pools* de activos de la Sexta Edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI.

VI. Comentarios finales

Se estima que el fondo de diversificación de las reservas internacionales representa una propuesta concreta para crear un esquema de transición para una migración ordenada hacia un sistema de divisas múltiples. Podría implementarse fácilmente y dependería, en esencia, de acuerdos entre los bancos centrales. Además, no requiere cambios en los arreglos institucionales internacionales existentes. El enfoque supone que si bien no existe un sustituto para las principales divisas de

reserva, hoy podrían instaurarse condiciones para que surjan sustitutos en el futuro. Esto se basa también en la presunción de que los bancos centrales pueden actuar como catalizadores efectivos para el proceso de migración, en línea con los patrones históricos de divisas de reserva. Sin embargo, la integración de nuevas monedas va a depender, en buena medida, de que los nuevos países emisores de divisas de reserva estén dispuestos a adoptar políticas consistentes con la condición de divisa de reserva.

El fondo resuelve las limitaciones de los actuales patrones de asignación de reservas y ofrece una plataforma para darle un enfoque ordenado y coordinado a los cambios necesarios en la composición de las reservas:

i) **Preocupaciones por la sustentabilidad de los patrones de distribución de reservas:** la alta concentración de reservas por divisa e instrumento sugiere que los patrones actuales de distribución ya no resultan sustentables. Las asignaciones de reserva procíclicas y los cambios sorpresivos del pasado en las reservas requieren coordinación.

ii) **Integración de las divisas de los mercados emergentes:** las monedas de muchos mercados emergentes ya ofrecen propiedades suficientes como para asumir una función complementaria. Los patrones históricos indican que la adopción de divisas y sus instrumentos subyacentes es factible incluso con una liquidez limitada, sin que se establezca una convertibilidad plena de la moneda, sin que las divisas floten totalmente y sin la necesidad de que los países incurran en déficit externo. La naturaleza multilateral del fondo permite superar la preocupación por la adopción de monedas de los mercados emergentes cuando falta experiencia en la administración de las reservas, existe preocupación por la reputación y otros obstáculos.

iii) **Riesgo de una salida desordenada de las principales divisas:** el esquema común ayudaría a respaldar con firmeza la expectativa del mercado de que cualquier reducción de tenencias de las principales divisas de reserva será gradual y ordenada, y por lo tanto, no desestabilizaría el mercado cambiario.

Se considera que el fondo de diversificación de reservas internacionales representa el enfoque más efectivo para garantizar la adopción ordenada de nuevas monedas. Sin embargo, un enfoque alternativo podría consistir en la adopción de las nuevas monedas bajo un acuerdo más flexible de diversificación de reservas en línea

con las disposiciones que orientan los acuerdos de venta de oro de los bancos centrales.¹⁹ Este acuerdo podría consistir en que los bancos centrales se comprometan a hacer asignaciones en las nuevas monedas que no superen, por ejemplo, el 5% de las reservas totales durante los próximos 5 años. Esto implicaría que los bancos centrales van a realizar por sí solos o con la ayuda de administradores externos asignaciones a nuevas divisas pero dentro de los límites establecidos por el acuerdo.

¹⁹ El tercer Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales en vigencia cubre las ventas de oro de los bancos centrales del sistema del euro, Suecia y Suiza durante un período de 5 años (27 de septiembre de 2009 al 26 de septiembre de 2014). El acuerdo estipula que las ventas anuales de oro no superarán las 400 toneladas y que las ventas totales durante el período del acuerdo no superarán las 2.000 toneladas. Esto respondió a acuerdos similares de los años 1999 y 2004. El Primer Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales (también conocido como Acuerdo de Washington sobre el Oro) fue anunciado el 26 de septiembre de 1999 y respondió a las crecientes preocupaciones de que las ventas de oro de los bancos centrales sin coordinación alguna desestabilizaran al mercado, generando una caída abrupta del precio del oro. En ese momento, los bancos centrales tenían casi un 25% de todo el oro que se estimaba que existía en la superficie, de manera tal que sus acciones eran de interés vital para el mercado del oro (Consejo del Oro).

Referencias

Eichengreen, B. (2009); “The dollar dilemma”, *Foreign Affairs*, septiembre/octubre.

FMI (1977); “Reino Unido —Informe del personal ejecutivo para la consulta sobre el Artículo VIII de 1977”, Washington D.C., 30 de junio (SM/77/155).

Hayek, F. (1978); “Denationalisation of Money”, *Hobart Paper*, 70 (segunda edición), Institute of Economic Affairs London.

Kenen, P. (2010); “The substitution account as a first step toward reform of the international monetary system”, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, marzo.

Lutz, F. (1963); “The problem of international liquidity and the multiple-currency standard”, *Essays in International Finance*, N° 41, International Finance Section, Princeton University.

Malkiel, B. (1963); “The rejection of the Triffin plan and the alternative accepted”, *Journal of Finance*, Vol. 18, pp. 511-536.

Mandeng, O. (2010); “The case for reserve currency competition”, *Central Banking*, mayo, pp. 73-77.

Mundell, R. (1983); “International monetary options”, *Cato Journal*, 3:1, pp. 189-210.

Roosa, R. (1962); “Assuring the free world’s liquidity”, Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, *Business Review Supplement*, septiembre.

Roosa, R. (1982); “The multiple reserve currency system”, en Group of Thirty, *Reserve currencies in transition*, Nueva York.

Schenk, C. (2009); “The retirement of sterling as a reserve currency after 1945: Lessons for the US Dollar?”, copia mimeografiada, Universidad de Glasgow, mayo.

Triffin, R. (1961); *Gold and the dollar crisis*, edición revisada, Yale University Press, New Haven.

Truman, E. y A. Wong (2006); “The case for an international reserve diversification standard”, Institute for International Economics, Documento de Trabajo 06-02, Washington D.C.

Un análisis de cointegración del principio de la demanda efectiva en Argentina (1980-2007)

Florencia Médici*

Universidad Nacional de Moreno - Universidad de Buenos Aires

Resumen

El objetivo del presente trabajo es evaluar la validez empírica del principio de la demanda efectiva en el largo plazo en Argentina para el período 1980-2007 utilizando el modelo del supermultiplicador *sraffiano* (Serrano, 1995). Esto será estudiado mediante el análisis de cointegración por la metodología de Johansen. La evidencia hallada sugiere que las variaciones en la demanda tienen efectos permanentes en el largo plazo y que existe una causalidad positiva desde los componentes autónomos de la demanda final hacia el producto. Asimismo, se presenta una estimación de la dinámica de corto y largo plazo a través de la estimación de un Modelo de Corrección de Errores. La mayoría de los estudios empíricos en los cuales el ingreso es determinado por la demanda parten de modelos de crecimiento liderados por las exportaciones a *la Thirlwall* (1999, 2000). En cambio, además de las exportaciones, el consumo público y el consumo privado no asalariado también son incluidos en este artículo.

Clasificación JEL: C22, E01, E12, 054.

Palabras claves: cointegración, crecimiento económico, demanda efectiva, economía argentina, producto bruto interno.

* Agradezco los valiosos aportes de M. Lorena Garegnani y Eduardo Crespo. Errores y omisiones son de mi responsabilidad. Las opiniones vertidas en el presente trabajo son de la autora y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Comentarios adicionales son bienvenidos a florencia.medici@gmail.com.

A Cointegration Analysis on the Principle of Effective Demand in Argentina (1980-2007)

Florencia Médici

National University of Moreno - University of Buenos Aires

Summary

The aim of this paper is to evaluate the empirical validity of the principle of the effective demand in the long run in Argentina from 1980 to 2007 using the Sraffian Supermultiplier model (Serrano, 1995). This will be done through the cointegration analysis using the Johansen method. The results of the evaluation show that the demand components have permanent effects in the long run and that there is a positive causality from final demand autonomous components towards the product. Furthermore, an estimate of both the short and the long run dynamics through an Error-Correction Model is presented. Most empirical studies in which income is determined by demand work with exports-led model *à la* Thirlwall (1999, 2000). Instead, not only the exports but also both the government and the non-salaried private expenditures are included in this article.

JEL: C22, E01, E12, 054.

Key words: argentine economy, cointegration, economic growth, effective demand, gross domestic product.

I. Introducción

En los últimos años ha surgido un creciente interés en retomar las discusiones en torno a la teoría del crecimiento económico. La crisis argentina desencadenada con la devaluación de inicios de 2002 y la profunda crisis internacional que estalló en septiembre de 2008 reafirmaron la necesidad de revisar los fundamentos teóricos que guían a los diseñadores de la política económica. En particular, aquellas que realzan el papel de la demanda en la explicación del crecimiento, pues, usando las palabras de Barbosa Filho:

“The history of capitalist economies indicates that demand has an important role in explaining growth. For instance, how can one explain the Great Depression and World War II boom in the US just from the supply side? How can one explain the post war growth of East Asian economies without mentioning export promotion? How can one explain the post war growth of Latin America without mentioning import substitution?” (Barbosa Filho, 2001, p. 2).

Gran parte de la teoría económica actual considera que las causas principales del crecimiento económico son la reinversión del ahorro y el progreso tecnológico (e.g. Solow, 1956; Swan, 1956; Barro y Sala-i-Martin, 2004). No obstante, otra fracción importante toma como punto de partida las ideas de John Maynard Keynes y Michal Kalecki. Si bien existe un rango amplio de estos modelos, que podemos denominar poskeynesianos, todos ellos comparten el mismo principio: la demanda determina la capacidad productiva.

El estado actual del desarrollo teórico en torno a modelos de crecimiento liderados por la demanda puede encontrarse en los trabajos de: Barbosa Filho (2000, 2001), Bortis (1997), Ciccone (2008), De Juan (2005), MacCombie y Thirlwall (2004), Serrano (1995), Setterfield (ed.) (2002), Taylor (2004) y Thirlwall (1979, 2000), entre otros.

El presente trabajo tiene como objetivo principal evaluar empíricamente para la economía argentina el principio clave de los modelos poskeynesianos que asevera que el ingreso de una economía es determinado por la demanda efectiva. Con tal fin, se presenta y analiza el modelo del supermultiplicador *sraffiano* (Serrano, 1995) en pos de obtener una modelización empírica. Tres de las características distintivas de este modelo son: i) que las variaciones en la demanda poseen

efectos persistentes en la capacidad productiva de largo plazo, ii) la existencia de un componente autónomo de gastos que determina la tendencia de crecimiento de la economía y iii) que la distribución del ingreso es un parámetro exógeno y prevalecen el uso normal de la capacidad productiva y los precios de equilibrio.¹

El crecimiento económico es un fenómeno complejo dado que todo lo que afecta al proceso productivo tiene implicancias sobre la creación de riqueza. Sin embargo, la teoría económica busca identificar cuáles son las fuerzas que sistemáticamente lo explican. La concepción del estudio de los fenómenos económicos a través de la abstracción de los efectos accidentales o transitorios estuvo presente desde los comienzos de la ciencia económica. En palabras de Marshall:

“The forces to be dealt with (in economics) are, however so numerous, that it is best to take a few at a time; and to work out a number of partial solutions as auxiliaries to our main study. Thus we begin by isolating the primary relations of supply, demand and price in regard to a particular commodity. We reduce to inaction all other forces by the phrase “other things being equal”: We do not suppose that they are inert, but for the time we ignore their activity. This scientific device is a great deal older than science: it is the method by which, consciously or unconsciously, sensible men have dealt from time immemorial with every difficult problem of ordinary life (Marshall, p. xiii)” (citado en Schlicht, 1985, p.15).

El método del largo plazo permite estudiar el movimiento efectivo de las variables y sus relaciones causales separando los efectos persistentes de los transitorios.² La alusión al largo plazo no refiere estrictamente a un período largo de tiempo sino

¹ Bajo otras perspectivas (Cf. Frish, 1983; Dumenil y Lévi, 1999), el crecimiento de los componentes autónomos de la demanda determinaría un incremento del producto en una primera instancia, para dar lugar luego, de mantenerse dicha expansión, a un aumento más importante en la tasa de inflación. Para el caso de la economía argentina existen una valiosa literatura que ha evaluado la contribución efectiva de los *shocks* de demanda sobre precios y cantidades en el corto y largo plazo (Cf. Sturzenegger, 1989; Carrera, *et al.*, 1990, 2001). En este sentido, la hipótesis del presente trabajo (*i.e.* evaluar la potencial existencia de una relación de largo plazo entre los componentes autónomos de la demanda agregada y la dinámica del producto bruto interno) no implica asumir que los impulsos autónomos del Gasto no tengan efecto sobre los precios, dado que ello no resulta relevante para evaluar la hipótesis de trabajo.

² Las posiciones de largo plazo se definen a partir de una técnica dominante dada, un estado de distribución del ingreso (*e.g.* salario real) y un conjunto asociado de precios relativos de producción, tales que las tasas de ganancias sectoriales -bajo supuestos de competencia- sean uniformes. La llamada “técnica dominante” es la técnica más rentable, difundida y disponible (Cf. Schefold, 1988).

a la característica por la cual las variables causales identificadas por la teoría influyen persistentemente en el objeto de estudio, en este caso, la capacidad productiva:³

“El método de largo plazo se basa en la distinción entre variables –o fuerzas– estructurales y variables accidentales. Por medio de las primeras es posible ofrecer explicaciones para entender tendencias o regularidades sobre la dirección de los cambios en estudio, mientras que con las segundas sólo se pueden entender los desvíos o fluctuaciones accidentales, imprevisibles por naturaleza. (...) En principio se acepta que el papel de la teoría es identificar las variables más relevantes para explicar los fenómenos, que a su vez son aquellas que poseen efectos persistentes y duraderos en el ajuste de las variables efectivas” (Crespo, 2008, p. 148, traducción propia).

El presente trabajo está dividido en cinco secciones. A continuación se presenta el modelo del supermultiplicador. En el apartado III, se discuten aspectos particulares del modelo planteado y se identifican similitudes y diferencias con otros modelos de crecimiento basados en la demanda. Luego, se comentan algunos trabajos empíricos en los cuales el crecimiento es determinado por la demanda. En la sección IV se realiza un análisis econométrico con el objetivo de estimar una especificación dinámica del modelo teórico a través de un Modelo de Corrección de Errores (MCE) para Argentina durante el período 1980-2007. A partir de la estimación econométrica se obtiene información sobre la relación de largo plazo entre las variables y sobre la validez del modelo condicional de determinación del ingreso discutido. Finalmente, se exponen las conclusiones.

II. Un modelo de crecimiento liderado por la demanda

El objetivo del presente apartado es presentar un modelo teórico que sea suficiente para ilustrar la relación causal entre las variables de interés y derivar su especificación econométrica a ser evaluada empíricamente en la sección IV.

³ La noción de persistencia de las variables de estudio no es cronológica. Garegnani (1990) introduce el principio de persistencia para permitir la correspondencia entre las variables teóricas y las magnitudes observables en la economía al distinguir las fuerzas persistentes de las accidentales que actúan en la determinación de los precios relativos. Como señala Crespo (2008, p. 156): “*Tal vez, la palabra ‘persistencia’ no ha sido feliz al no conseguir expresar fielmente el sentido deseado. Sin embargo, en este contexto significa simplemente que las variables explicativas deben ser más estables que las efectivas. Pero de esta condición no se deduce que las primeras no puedan cambiar.*” (traducción propia).

II.1. El supermultiplicador

El supermultiplicador *sraffiano* (Serrano, 1995) tiene el objetivo de explicar la tendencia del producto, haciendo abstracción de las fluctuaciones de corto plazo. A partir del hecho estilizado de que existe un balance entre la tendencia de la capacidad productiva de largo plazo y la demanda agregada, el modelo sostiene que es la capacidad productiva la que se ajusta a la demanda efectiva para lograr ese balance y no a la inversa. En particular, el modelo tiene una perspectiva *sraffiana* porque toma a la distribución del ingreso como un parámetro exógeno y supone que el proceso de competencia está basado en la movilidad de capital que lleva a una tasa de ganancia uniforme.

Es importante señalar que el modelo de largo plazo de Serrano (1995) tiene como punto de partida dos relaciones estructurales: a) el flujo circular del ingreso que relaciona los gastos de consumo, las decisiones de producción y el proceso de generación del ingreso; y b) el carácter dual de la inversión como fuente de demanda y capacidad productiva. Por consiguiente, considerando la interdependencia y retroalimentación que surgen de estas relaciones, es necesario dividir la demanda agregada en tres componentes: consumo inducido (*i.e.* proveniente de los salarios), inversión inducida (*i.e.* compras de bienes de producción y capital) y gastos autónomos (*i.e.* gastos que no son financiados por los salarios y no son generados directamente por las decisiones de producción).⁴

La demanda autónoma no es una variable que pueda ser captada por explicaciones netamente económicas, pues también dependen de factores institucionales y tecnológicos. Específicamente, son aquellos gastos que no están destinados a ampliar la capacidad productiva ni se derivan de las decisiones de producción.⁵

Para obtener el supermultiplicador se supone que existe libre competencia y que el salario real y las condiciones técnicas son exógenos.⁶ Partiendo del equilibrio del mercado de bienes:

$$M + Y^* = C + I + G + X \quad (1)$$

⁴ Para un tratamiento detallado de la dinámica basada en el multiplicador y acelerador ver Vercelli y Sordi (2009).

⁵ Para más detalle, ver sección III.2.

⁶ La representación del modelo se sigue de Serrano (1995) y Serrano y Souza (2000).

donde M son las importaciones, Y^* es la capacidad productiva de la economía, C es el consumo privado, I es la inversión, G es el consumo del gobierno y X son las exportaciones. Se supone que no hay depreciación.

El consumo privado se distingue en dos componentes: una parte inducida, integrada por el consumo proveniente del ingreso asalariado neto de impuestos [$w(1-t)Y^*$] y una porción autónoma (Z) definida anteriormente. Se denomina w a la participación de los salarios en el ingreso de la economía, t es la carga tributaria y Z son los gastos autónomos.⁷

$$C = w(1-t)Y^* + Z \quad (2)$$

La inversión tiene un carácter dual si se considera que es un componente de la demanda agregada y, además, parte se destina a generar capacidad productiva. El nivel de inversión de largo plazo es determinado por la demanda esperada en los períodos subsiguientes y las condiciones técnicas:

$$I = g_e k Y^* \quad (3)$$

donde k es el coeficiente capital-producto y g_e es la tasa de crecimiento esperada de la demanda efectiva.

Suponiendo que las importaciones son una fracción positiva del ingreso (m):

$$M = m Y^* \quad (4)$$

A partir de las ecuaciones (1) a (4) se llega al supermultiplicador de Serrano (1995) y la tendencia de largo plazo de la economía oscilará alrededor de:

$$Y^* = \frac{Z + G + X}{1 - w(1-t) + m - k.g_e} \quad (5)$$

⁷ La participación de los salarios en el ingreso es determinada exógenamente, dado que intervienen factores políticos e institucionales, y se supone que la carga tributaria recae sobre los salarios. Por consiguiente, la distribución entre salarios, ganancias y carga tributaria es determinada exógenamente en relación al nivel de actividad (Serrano y Souza, 2000).

Se denomina supermultiplicador a la expresión: $1/[1 - w(1 - t) + m - k.g_e]$, que expresa que la capacidad productiva de largo plazo es un múltiplo de los componentes autónomos de la demanda final (i.e. Z , G y X).

La ecuación (5) contiene un efecto multiplicador y un efecto acelerador. A diferencia del multiplicador estándar (Samuelson, 1939), el supermultiplicador no sólo refleja que los gastos autónomos inducen mayor consumo por las sucesivas rondas de transacciones a través del flujo circular del ingreso, sino también un efecto acelerador, dado que la inversión que genera capacidad productiva está inducida por la tasa esperada de crecimiento de la demanda.

Es importante notar el carácter dual de la inversión: como fuente de demanda y de capacidad productiva.

“Note how the dual character of investment appears in the supermultiplier: current capacity-generating investment (at period t) is both a component of demand now and will provide productive capacity in the following period ($t+1$). On the other hand, current productive capacity is necessarily the result of capacity-generating investment in the previous period ($t-1$). Therefore the Sraffian supermultiplier (in exactly the same way as the standard Keynesian or Kaleckian multiplier) implicitly assumes that expectations at $t-1$ about current demand at t were shown to be correct” (Serrano, 1995, Sección V.10).

Si la inversión crece más rápido que la tasa de crecimiento de la demanda autónoma de largo plazo, se producirá una utilización de la capacidad por debajo de los niveles normales, evitando que la divergencia se vuelva más y más grande. Los empresarios revisan sus expectativas a partir de la tasa de crecimiento efectivo de la demanda autónoma y las discrepancias se corregirán, de manera gradual, hasta que la capacidad productiva ajuste a la demanda. A medida que la tasa esperada de crecimiento se ajusta a la efectiva, se producirá un movimiento lento hacia una utilización de la capacidad en torno a la normal (Serrano y Souza, 2000).⁸

Dentro de la corriente teórica que sustenta los modelos de crecimiento basados en la demanda efectiva, se distinguen dos visiones diferentes en relación a la

⁸ Una versión alternativa del modelo utilizando la hipótesis de expectativas racionales -aunque apartada del modelo original de Serrano (1995)- será tratada en un documento complementario.

naturaleza de la inversión. Para una de estas visiones, la inversión es un componente autónomo del gasto agregado que tiene la virtud de impulsar el crecimiento. Para la otra, a la cual pertenece el supermultiplicador, la inversión no puede liderar el crecimiento del producto y constituye un componente inducido del gasto.

La primera interpretación pone énfasis en el hecho innegable de que sólo la inversión crea la capacidad productiva necesaria para que un mayor gasto pueda ser efectivamente atendido y, además, forma parte de la demanda agregada induciendo un mayor volumen de consumo. Por estos motivos, la inversión aparece como el mejor candidato entre los componentes del gasto para liderar todo proceso de crecimiento basado en la demanda efectiva.

Sin embargo, esta interpretación pasa por alto que la propia creación de capacidad productiva coloca restricciones al crecimiento de la inversión. Aunque el gasto agregado sea inducido en parte por la inversión, nunca acompañará la trayectoria del proceso de acumulación de capital en la exacta y precisa medida necesaria para que el grado de utilización de la capacidad productiva siempre se mantenga en niveles normales. Para que esto suceda, la oferta potencial creada por la inversión debería generar su propia demanda en proporciones de una exactitud inverosímil. De este modo, la inversión no puede ser autónoma e independiente del resto de la demanda agregada, sino que responderá a la evolución de los consumos autónomos y a los desajustes en el uso de la capacidad productiva en valores diferentes a aquellos de largo plazo.⁹

La tasa de crecimiento económico es derivada a continuación:

$$\hat{y} = \lambda \left(a_z \hat{z} + a_g \hat{c}_g + a_x \hat{x} \right) \text{ con } \lambda, a_z, a_g, a_x > 0 \quad (6)$$

donde las letras a indican la participación en el producto de las correspondientes variables (e.g. $a_z = Z/Y$), el acento circunflejo indica tasa de crecimiento y la letra griega λ es el supermultiplicador (i.e., $\lambda = 1 / [1 - w(1 - t) + m - k.g_e]$).

De (5) resulta:

⁹ Existen estudios empíricos que muestran que el gasto agregado precede en el tiempo a las inversiones o que el PBI causa a la Inversión (i.e. exogeneidad débil). Cf. Chirinko (1993); Blomstrom, Lipsey, y Zejan (1996); Chandra y Sandilands (2003); y Naqvi (2002).

$$a) \frac{\partial Y^*}{\partial w} > 0$$

$$b) \frac{\partial Y^*}{\partial k} > 0$$

$$c) \frac{\partial Y^*}{\partial m} < 0; \frac{\partial Y^*}{\partial t} < 0$$

Los cambios permanentes en los factores distributivos (w), del ratio capital-producto (k) y de los coeficientes de filtración (t y m) afectan la capacidad productiva. Por ejemplo, un aumento (disminución) de la participación de los salarios en el ingreso provocará una mayor (menor) tasa de crecimiento al inducir un mayor (menor) consumo e inversión. Sin embargo, una vez que la capacidad ajusta a la nueva demanda efectiva, la economía seguirá creciendo a la tasa dada por el crecimiento de los gastos autónomos.

De manera análoga, una reducción del ratio capital-producto o un aumento de los coeficientes de filtración (*i.e.* t , m) causarán una reducción permanente del supermultiplicador y, por consiguiente, de la capacidad productiva de largo plazo.

III. Algunas discusiones subyacentes

III.1. Comparando tres corrientes de la teoría de crecimiento basados en la demanda

En el contexto de los llamados modelos poskeynesianos, podemos distinguir tres corrientes principales: neokeynesianos, kaleckianos y clásicos-keynesianos.¹⁰

El modelo del supermultiplicador *sraffiano* desarrollado en la sección anterior pertenece a la posición **clásica-keynesiana** (*e.g.* Barbosa Filho, 2000; Bortis, 1997; Garegnani, 1992; Garegnani y Palumbo, 1998; Park, 2000; Serrano, 1995), debido a que la acumulación de capital depende directamente del crecimiento

¹⁰ Usando la clasificación de Commendatore *et al.* (2003), con excepción de "clásicos-keynesianos" a los que el trabajo mencionado denomina "neo-ricardianos".

de la demanda efectiva y la distribución del ingreso es exógena, determinada por factores tecnológicos e institucionales. Las necesidades de ahorro son obtenidas por el propio crecimiento del producto sin requerimientos de ajustes del consumo o aumentos de la propensión a ahorrar.

Sin embargo, en el corto y mediano plazo, los salarios y la tasa efectiva de ganancia pueden variar en la misma dirección, siempre y cuando el uso de la capacidad productiva no se encuentre en su nivel de largo plazo. Esto es, un incremento (reducción) de la inversión impulsado por un aumento (disminución) de la demanda proveerá mayores (menores) ahorros mediante una mayor (menor) utilización de la capacidad, sin modificar la distribución del ingreso. Mientras que en el largo plazo, el uso de la capacidad se ajusta a los valores normales.

Los denominados **modelos neokeynesianos** (e.g. Kaldor, 1957; Robinson, 1962), poseen ciertas características distintivas que los diferencian de la corriente anterior: la distribución del ingreso y la tasa de crecimiento se determinan conjuntamente; existe un pleno uso de la capacidad productiva y la carga del ajuste recae sobre la distribución. Esto es, una caída del salario real corresponde a una mayor tasa de acumulación al elevar la tasa de ganancia y la tasa de ahorro de la economía.¹¹ El mecanismo es el siguiente: ante un aumento (caída) de los incentivos a invertir, los mayores ahorros son alcanzados por una caída (aumento) de los salarios reales ante una elevación (reducción) del nivel de precios, debido a que la reducción de los salarios reales provocará una mayor (menor) tasa de ganancia.

Las características distintivas de la llamada **corriente kaleckiana** (e.g. Amadeo, 1986a, 1986b; Dutt, 1984; Lavoie, 1995) es que abandona el supuesto de plena utilización de la capacidad y la considera una variable endógena.

A diferencia de la corriente neokeynesiana no existe una relación inequívocamente determinada entre la tasa de crecimiento y los cambios en la distribución, sino que depende de la reacción de la demanda ante variaciones en los ingresos. Esto es, si la demanda reacciona ante un incremento en los salarios en una magnitud que permite compensar el aumento de costos salariales de las empresas, desaparece la relación negativa entre salario real y crecimiento presente

¹¹ Bajo el supuesto de que la propensión de ahorro de los capitalistas es mayor a la propensión de ahorro de los asalariados.

en los modelos nekeynesianos. En cambio, si la demanda es poco sensible ante cambios en la distribución, el modelo será *profit-led*, pues una disminución de los salarios producirá mayores incentivos a invertir.¹²

La similitud del modelo aquí expuesto con otros de inspiración keynesiana radica fundamentalmente en que la oferta se ajusta a la demanda y, por lo tanto, no hay un mecanismo de ajuste automático al pleno empleo.¹³

En síntesis, la distinción más importante entre el modelo aquí expuesto y las teorías kaleckianas y nekeynesianas es que la distribución es independiente de la tasa de acumulación. La influencia del cambio en la distribución del ingreso sobre la tasa de crecimiento responderá a un fenómeno exógeno (e.g. variación del poder de mercado o de las instituciones).

Existe otra diferencia entre la línea clásico-keynesiana y la kaleckiana relacionada con el uso de la capacidad productiva. Para la primera corriente teórica, el proceso de acumulación crea capacidad productiva y existe una tendencia a restablecer el uso deseado de la capacidad. Esto significa que, en la teoría clásico-keynesiana, un incremento permanente y no previsto de la demanda provoca tanto un aumento en el grado de utilización de la capacidad como un crecimiento de la inversión (que genera nueva capacidad de producción). Por consiguiente, la ampliación de la capacidad tiende a restablecer los valores de utilización del equipo y la tasa de ganancia a los niveles anteriores al incremento de la demanda. En cambio, para la tradición kaleckiana, el uso de la capacidad productiva es el reflejo del estado de la demanda y puede mantenerse de manera permanente fuera de los valores deseados; alterando de esta forma la tasa de ganancia sobre el capital ante variaciones de la demanda.¹⁴

¹² Cf. Bhaduri y Marglin (1990).

¹³ En el modelo desarrollado, como parte de la corriente clásico-keynesiana, la fuerza de trabajo no es considerada un recurso escaso y la distribución del ingreso no es un indicador de la escasez relativa de factores. Asimismo, los factores son complementarios y no sustitutos. Como en la teoría clásica, el desempleo en el modelo desarrollado tiene un carácter estructural. Se asume que en las economías capitalistas siempre existe un excedente estructural de mano de obra (Lewis, 1954) o ejército industrial de reserva (Marx, 1967) como hecho persistente y normal (Cf. Crespo y Médici, 2008).

¹⁴ Entre los trabajos principales que debaten sobre las diferencias entre las posiciones mencionadas en relación a la distribución del ingreso y el uso de la capacidad productiva, ver: Garegnani (1976, 1983, 1990, 1992); Serrano (1995a); y Trezzini (1995, 1998). En el presente artículo se trabaja con el modelo de Serrano (1995), que pertenece a lo que denominamos posición clásica-keynesiana, con el objetivo de evaluar económicamente el principio de la demanda efectiva. De este modo verificamos la plausibilidad del modelo sin necesidad de evaluar *a priori* cuál corriente es la más apropiada.

III.2. Gastos autónomos y comparación con trabajos empíricos existentes

Los gastos autónomos son generalmente definidos en la literatura económica como aquella parte del gasto que no depende del ingreso producido y distribuido.¹⁵ En esta sección se detallará cuáles componentes del gasto son clasificados como autónomos según los distintos modelos de supermultiplicador y se comentarán algunos trabajos empíricos.

Para Bortis (1997) el gasto inducido es aquel determinado por el nivel del ingreso, dado un patrón de consumo de la clase propietaria y de los trabajadores. Así, todo consumo es endógeno cuando depende, de alguna manera, del nivel de ingreso (e.g. la demanda de consumo de la clase propietaria depende de su percepción de ingreso). De acuerdo a esta definición, sólo el consumo público y las exportaciones son tomadas como autónomas. En cambio, en el modelo del supermultiplicador de Serrano (1995) los gastos inducidos son:

“(...) only component of aggregate demand that comes as a direct consequence of the contractual incomes that are paid when firms decide to undertake production” (Serrano, 1995, Cáp. 1.2).

Por lo tanto, la demanda autónoma se corresponde con aquellos gastos no destinados a aumentar la capacidad productiva, relacionados con factores institucionales exógenos. Según la anterior definición, son gastos autónomos:

“(...) the consumption of capitalists; the discretionary consumption of richer workers that have some accumulated wealth and access to credit; residential ‘investment’ by households; firms’s discretionary expenditures ...; government expenditures (both consumption and investment); and total exports (both of consumption and of capital goods since the latter do not create capacity within the domestic economy)” (Serrano, 1995, Cáp. 1.2.2).

Entre los artículos que incluyen, además de las exportaciones, otros componentes de la demanda entre los determinantes exógenos del crecimiento podemos encontrar el de Atesoglu (1994). El autor presenta un modelo a partir de tres ecuaciones: la primera refleja la determinación del crecimiento por las exportaciones y el consumo público, la segunda es una ecuación de exportaciones en función de

¹⁵ “Demanda autónoma” y “gastos autónomos” son usados de manera indistinta.

los precios externos y el ingreso del resto del mundo, y la tercera es una ecuación de precios en función de los salarios y el crecimiento económico que expresa la ley Kaldor-Verdoorn. Atesoglu (1994) utiliza el método de mínimos cuadrados en dos etapas para Estados Unidos en el período 1955-1990 y encuentra evidencia que confirma las predicciones de su modelo. Así concluye que el ingreso del resto del mundo resulta el principal determinante del crecimiento en el corto plazo, seguido por el consumo público y, en menor proporción, por el salario y los precios externos. En 1995, Atesoglu estimó un modelo reducido de crecimiento para Alemania durante el período 1960-1994 en función del crecimiento del ingreso del resto del mundo, de los precios externos y del gasto público y obtuvo resultados similares a los del citado artículo de 1994.

Para América Latina, específicamente, Argentina (1968-1996), Brasil (1967-1995), Colombia (1971-1996) y México (1969-1996), López y Cruz (2000) testean la presencia de cointegración entre el PBI y las exportaciones, por un lado, y el PBI y el tipo de cambio real, por otro. Los autores muestran evidencia de una relación de largo plazo de signo positivo entre el crecimiento y las exportaciones, como así también que estas últimas causan en sentido de Granger al PBI. En relación al tipo de cambio real, el trabajo presenta evidencia de cointegración de signo negativo entre el PBI y el tipo de cambio real en Argentina y Brasil. Catela y Acosta (2006) obtienen los mismos resultados para Argentina, tomando el periodo 1962-2006.

La mayor cantidad de trabajos dedicados al crecimiento impulsado por la demanda buscan testear la denominada ley de Thirlwall de crecimiento económico restringido por la balanza de pagos. Thirlwall (1979, 2000) –siguiendo y formalizando a Harrod (1933), Prebisch (1950) y Kaldor (1957, 1971, 1981)– presenta un modelo en el cual la variable exportaciones es la única demanda autónoma relevante para la explicación del crecimiento. Según el autor, a diferencia de otros componentes del gasto, las exportaciones poseen la doble propiedad de incrementar la demanda y, a su vez, de permitir que el resto de los componentes del gasto crezcan en mayor medida al relajar la restricción externa de la economía. Asimismo, las ganancias de productividad explicadas por el efecto Kaldor-Verdoorn posibilitan a los países de mayor crecimiento mejorar de manera sostenida su competitividad externa mediante un modelo dinámico de exportaciones-crecimiento-productividad.

La ley de Thirlwall puede expresarse como: $y_t = (1/\pi)x_t$ con $x_t = \eta(p_{dt} - p_{ft}) + \varepsilon(y_t^*)$ siendo y , x , y^* las tasas de crecimiento del producto interno, las exportaciones y el ingreso del resto del mundo, respectivamente; π es la elasticidad ingreso de

la demanda de importaciones; η y ε las elasticidades precio e ingreso de la demanda de las exportaciones, respectivamente; p_d la variación de los precios domésticos y p_f la variación de los precios de los competidores externos.

Atesoglu (1993), por ejemplo, toma las series de PBI, exportaciones e importaciones de los Estados Unidos del período 1955-1970 para evaluar empíricamente el modelo de crecimiento con restricción externa propuesto por Thirlwall. El autor concluye que existen evidencias para respaldar la ley de Thirlwall. En 1997, Atesoglu encontró evidencia empírica adicional usando el método de Johansen. Los resultados del trabajo indican que las exportaciones y el producto tienen una relación de largo plazo positiva durante todo el período 1931-1994, por lo que infiere que el sendero del ingreso restringido por la balanza de pagos es el curso normal de la economía de los Estados Unidos en el largo plazo (Atesoglu, 1997, p. 332).

Moreno-Brid (1999) también utiliza la metodología de Johansen en busca de una asociación positiva de largo plazo entre el crecimiento del producto y de las exportaciones mexicanas en el período 1950-1996. El autor halla evidencias para respaldar la hipótesis que postula que la economía mexicana está restringida por la balanza de pagos. Por consiguiente, los aumentos en la elasticidad de las importaciones podrían ser las causantes de la ralentización del crecimiento de la economía. Existen trabajos similares para Estados Unidos, Japón, Reino Unido (McCombie, 1997), Canadá (Zestos y Tao, 2002; Awokuse, 2003) y Brasil (Bértola *et al.*, 2002).

En síntesis, existe un importante número de estudios interesados en presentar evidencia que respalde las explicaciones poskeynesianas de crecimiento económico. Si bien se basan en modelos que enfatizan la determinación del ingreso por la demanda agregada, consideran fundamentalmente las exportaciones como la única variable relevante.

La mayor parte de los trabajos se centran, por un lado, en mostrar si existe una relación de largo plazo entre las variables a través de los test de cointegración y, por otro lado, en la dinámica de corto plazo (sistemas VAR). Es valioso notar que evaluar la causalidad en el sentido de Granger significa analizar si los rezagos de una variable tienen poder explicativo en la regresión de otra variable que está en función de los rezagos de ambas variables (Enders, 1995). El test de causalidad de Granger implica una causalidad en sentido de anticipación temporal,

pero no permite evaluar la hipótesis de exogeneidad débil (*i.e.*, validar el modelo condicional del PBI en función de componentes de la demanda).¹⁶

El modelo desarrollado en la presente investigación es extremadamente simple a costa de –entre otros supuestos– relajar la restricción externa. Se diferencia de otros trabajos al incluir, además de las exportaciones, el consumo público y el consumo privado no asalariado como determinantes de ingreso. Es importante aclarar que, si bien las crisis externas imponen restricciones a la demanda, el objetivo es indagar sobre el papel de la demanda en la determinación del ingreso. Un modelo más completo que incorpore los problemas de balance de pagos debería considerar un crecimiento compatible con un saldo externo en equilibrio.

La existencia de límites al crecimiento impuesto por una restricción externa no cambia la lógica inicial, pues la meta de balanza de pagos impone límites a algunos componentes de la demanda efectiva. En caso de producirse un desequilibrio externo que lleve a un ajuste de las importaciones a través de la demanda (*i.e.* mediante la reducción del consumo autónomo y el del nivel de actividad), la inversión y la tasa de crecimiento económico también ajustarán. La política macroeconómica deberá adaptar –a través del manejo de variables fiscales, monetarias, crediticias y cambiarias– el crecimiento de la demanda efectiva a las cuentas externas (Serrano y Souza, 2000).¹⁷

A priori, no hay argumentos teóricamente sólidos dentro de los modelos basados en la demanda para priorizar ciertos componentes de la demanda sobre otros. Respecto a tomar sólo las exportaciones, se considera que un saldo externo holgado no implica necesariamente crecimiento económico en una economía de libre mercado, pues nada garantiza que esas divisas sean dirigidas a la inversión.

Por consiguiente, en la siguiente sección se presenta un análisis empírico que tiene como objetivo evaluar no sólo la validez del modelo condicional propuesto (*i.e.*, el PBI en función de la demanda) sino también la importancia relativa de los distintos componentes del gasto autónomo para Argentina en el período 1980-2007.

¹⁶ “Engle *et al.* (1983) (...) showed that Granger non-causality is neither necessary nor sufficient for weak exogeneity, although some authors have mistakenly viewed GNC [Granger non-causality] as sufficient for variables to be ‘exogenous’” (Hendry, 2004, p. 10).

¹⁷ Supongamos que la decisión del gobierno sea acumular una mayor cantidad de reservas. Por consiguiente, la meta de la balanza de pagos será alterada y también el nivel de producto compatible con esa nueva meta. En esta nueva situación, se reducirá la demanda efectiva y el nivel de actividad para ajustar las importaciones a la nueva meta de balanza de pagos.

IV. Evidencia empírica: estudiando la relación entre el PBI y los gastos autónomos

En las secciones anteriores se desarrolló un modelo teórico simple de crecimiento liderado por la demanda. Para ello, se asumió: (i) una economía abierta, con sector público y externo; (ii) que el consumo se divide entre consumo proveniente del ingreso salarial y no salarial; y (iii) que los gastos autónomos son las exportaciones, el consumo gubernamental y parte del consumo privado.

Las ecuaciones principales del modelo son las siguientes:

$$Y^* = \frac{Z + G + X}{1 - w(1 - t) + m - k \cdot g_e} \quad (5)$$

$$\hat{y} = \lambda \left(a_z \hat{z} + a_g \hat{c}_g + a_x \hat{x} \right) \text{ con } \lambda, a_z, a_g, a_x > 0 \quad (6)$$

Y^* : capacidad productiva en el largo plazo.

Z : consumo privado autónomo.

G : consumo público.

X : exportaciones.

w : participación de los salarios en el ingreso.

t : carga tributaria.

m : coeficiente de importaciones.

g_e : tasa de crecimiento esperada de la demanda.

k : coeficiente capital-producto.

\hat{y} : tasa de crecimiento de la capacidad productiva (dy/y).

λ : supermultiplicador (1/denominador de la ecuación 5).

\hat{z} : tasa de crecimiento del consumo privado autónomo (dZ/Z).

\hat{c}_g : tasa de crecimiento del consumo público (dG/G).

\hat{x} : tasa de crecimiento de las exportaciones (dX/X).

a_j : participación en el producto de las respectivas demandas autónomas (e.g.

$a_z = Z/Y$).

La primera ecuación expresa la característica fundamental del modelo por el cual el producto de largo plazo está determinado por la demanda efectiva, mediante los efectos acelerador y multiplicador. La segunda ecuación refleja la dinámica por la cual el crecimiento económico está impulsado por la variación de las exportaciones, el consumo privado autónomo y el consumo público.

Con el objetivo de presentar evidencia empírica que respalde el modelo teórico, se emplea el análisis de Cointegración por la metodología de Johansen (1988). Una razón crucial para usar este procedimiento es que la mayoría de las series de tiempo económicas son no estacionarias. Por consiguiente, la representación del sistema como un VAR en niveles implicaría un error de especificación y llevaría a una regresión espuria. Con la reparametrización del sistema se obtiene una correcta especificación del modelo para realizar estimación e inferencia y, por consiguiente, evaluar la presencia de cointegración y exogeneidad débil.

A partir de (5) y (6) se define un vector \mathbf{q}_t de 4 variables potencialmente endógenas (*i.e.* PBI, Consumo Privado Autónomo, Consumo Público y Exportaciones), tenemos:

$$\Delta q_t = \Psi_1 \Delta q_{t-1} + \dots + \Psi_{j-1} \Delta q_{t-j+1} + \Pi q_{t-i} + u_t; \text{ con } q'_t = [Y_t \quad Z_t \quad G_t \quad X_t] \quad (7)$$

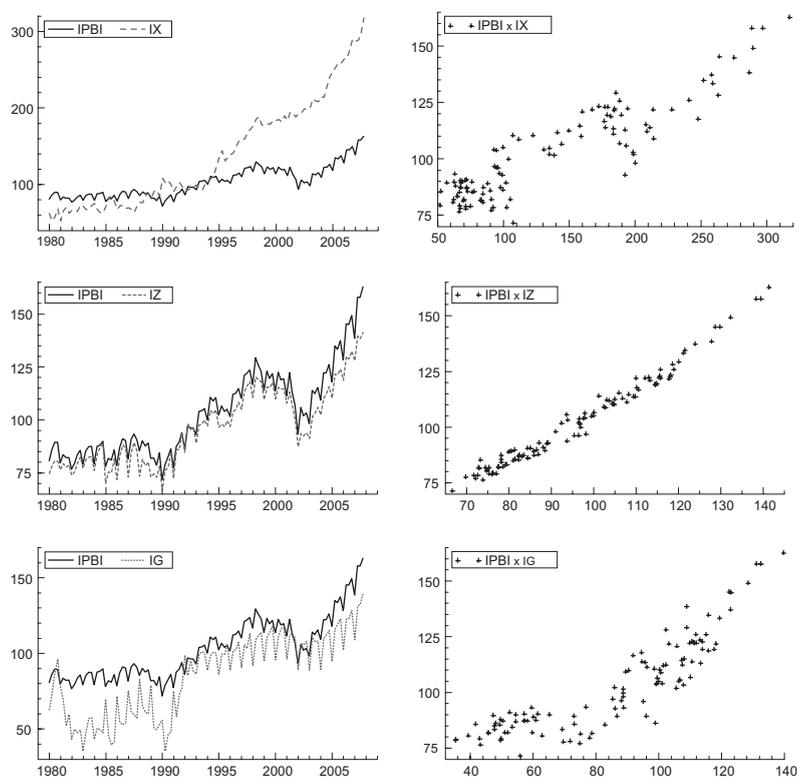
El sistema planteado contiene información de corto y largo plazo mediante las estimaciones de Ψ_j y Π , respectivamente. Suponiendo que \mathbf{q}_t es un vector de variables integradas de orden uno $[I(1)]$, los términos en diferencias serán estacionarios $[I(0)]$, así como también los residuos, por ser ésta una representación de equilibrio. Como correlato, el término que incluye las variables en niveles deberá ser $I(0)$ para que la ecuación esté “balanceada”. En ese caso, la matriz Π produce una combinación lineal estacionaria de las variables y deberá tener rango reducido. Si existe dicha combinación lineal, las variables del vector \mathbf{q}_t están cointegradas e implica la posibilidad de representar (7) como un **Modelo de Corrección al Equilibrio**. Nótese que la matriz Π puede ser expresada como $\Pi = \alpha \cdot \beta'$. En esta expresión, la matriz α contiene los parámetros que revelan los pesos con que la relación de largo plazo entra en cada ecuación del VAR y $[1 - \beta]$ es la matriz de los coeficientes de largo plazo. El término $\beta' z_{t-i}$ representa las relaciones de cointegración que aseguran que las variables converjan a sus valores de largo plazo.

Mediante el análisis de cointegración se busca apoyar empíricamente el hecho estilizado fundamental que se desprende del modelo. Esto es: que la capacidad productiva de largo plazo está determinada por la demanda, en particular, por los componentes autónomos de la demanda del sector público, del sector privado y del resto del mundo. En otras palabras, hallar evidencia empírica que sea consistente

con la especificación de un modelo condicional en el cual el producto sea la variable endógena y las demandas autónomas sean las variables exógenas.¹⁸

Las correlaciones entre el Producto Bruto Interno (*PBI*) y las Exportaciones (*X*), el Consumo Público (*G*) y una estimación del Consumo Privado Autónomo (*Z*) pueden observarse en el siguiente gráfico. Se trabaja con datos trimestrales y las variables expresadas en logaritmos para Argentina durante el período 1980-2007.

Gráfico 1 / Índice del PBI, Exportaciones, Consumo Privado Autónomo y Consumo Público



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) del Ministerio de Economía y Graña y Kennedy (2008).

¹⁸ El análisis de cointegración incluye una desagregación indispensable entre componentes autónomos y endógenos de la demanda agregada. Ésta es una diferencia importante con los trabajos citados en la nota al pie número 1, cuya mencionada desagregación no se desarrolla de forma explícita sino a través de supuestos de identificación sobre las matrices de Cholesky —como en los estudios de Carrera *et al.* (1999, 2001)—, o las matrices de relaciones de largo plazo —en el modelo VAR de Sturzenegger (1989).

Los gráficos sugieren la existencia de una fuerte correlación positiva entre las demandas autónomas y el PBI que indicarían la presencia de una relación de largo plazo. No obstante, la inspección visual no sugiere nada sobre el sentido de la causalidad entre las variables que permita derivar un modelo condicional válido entre el PBI y la demanda. La metodología utilizada permite concentrarse sobre las relaciones de largo plazo. Esto es, se pregunta sobre los efectos persistentes entre la demanda y el producto.

IV.1. La relación de largo plazo

Por motivos de disponibilidad de series estadísticas, la serie del Producto Bruto Interno (*PBI*) será utilizada en las estimaciones en lugar del PBI potencial. Por consiguiente, para evitar una interpretación de identidad entre las variables, la serie de las Exportaciones fue reemplazada por dos variables vinculadas con la competitividad de la producción nacional en el mercado internacional. La primera, vinculada con lo que se puede denominar factores internos, es el logaritmo del Tipo de Cambio Nominal dividido el Índice de Precios al Consumidor (*LTCN_p*) y la segunda, que refleja los factores externos, es el logaritmo del Índice de los Precios de las Importaciones de bienes (*LP_p*).¹⁹ En el anexo se detallan la información sobre las series utilizadas.

Siendo el tipo de cambio una variable altamente relevante para estudiar la economía argentina, su incorporación permite: en primer lugar, trabajar con las variables de consumo menos exploradas en la literatura empírica y, en segundo lugar, evaluar el impacto de largo plazo del tipo de cambio real sobre el PIB.

La estrategia empírica para evaluar si las variables están cointegradas consiste en los siguientes procedimientos. En primer lugar, se analiza si las variables tienen una raíz unitaria mediante un Test de Dickey-Fuller aumentado.

De acuerdo a los resultados expuestos en la Tabla 1, las variables son integradas de orden 1 [$I(1)$], pues al testear las variables en niveles no se puede rechazar la hipótesis nula de la existencia de una raíz unitaria. Y, por el contrario, al hacer las pruebas para las variables en diferencias se concluye que hay evidencia para rechazar la presencia de una raíz unitaria a los niveles de significación del 1 y 5 por ciento.

¹⁹ No se incorpora en las estimaciones posteriores el ingreso del resto del mundo por presentar alta colinealidad con el Gasto Público y el Tipo de Cambio Real, ambas variables elementales para introducir a las estimaciones y obtener las conclusiones vinculadas al modelo teórico.

Tabla 1 / Tests de Raíz Unitaria de Dickey-Fuller aumentado

Series	ADF(j)
<i>LPBI</i>	t-adf (5)= -2,542 ^{a,b}
<i>LZ</i>	t-adf (5)= -2,609 ^{a,b}
<i>LG</i>	t-adf (4)= -1,13
<i>LTCN_p</i>	t-adf (1)= -3,58893 ^a
<i>LP_f</i>	t-adf (5)= -1,754 ^a
<i>DLPBI</i>	t-adf (4)= -3,31**
<i>DLZ</i>	t-adf (4)= -4,001**
<i>DLG</i>	t-adf (3)= -4,651**
<i>DLTCN_p</i>	t-adf (5)= -4,7**
<i>DLP_f</i>	t-adf (5)= -7,532**

Notas: la muestra es de 1980:1 hasta 2007:4. El número entre paréntesis indica los rezagos del Test de Dickey-Fuller aumentado (ADF). * Rechazo a un nivel de significación del 5%. ** Rechazo a un nivel de significación del 1%. a: constante significativa. b: tendencia significativa.

En segundo lugar, mediante una reparametrización del sistema VAR se estiman los autovalores asociados (λ_i) con máxima verosimilitud y, a partir de allí, se evalúa el número de λ_i significativamente distintos de cero a través del test de traza y el test de máximo autovalor.

Se realiza el análisis de cointegración entre las variables *LPBI*, *LG*, *LZ*, *LTCN_p* y *LP_f*. Se incluyen *dummies* no restringidas para los siguientes trimestres: 1981:3, 1982:2-3 (nacionalización deuda), 1985:1 (Plan Austral), 1988:1 (aceleración de precios), 1989:2-3 (hiperinflación), 1990:1 (hiperinflación), 2002:1 (devaluación) y 2007:3 (cambio en los precios internacionales). Los resultados se muestran en la siguiente tabla.

Tabla 2 / Tests de cointegración

λ_i	$H_0:r=p$	λ_i máx.	using T-nm	95%	λ_i Traz	using T-nm	95%
0,36538	p = 0	49,11**	40,02**	33,5	90,53**	73,77*	68,5
0,193914	p <= 1	23,28	18,97	27,1	41,42	33,75	47,2
0,11844	p <= 2	13,61	11,09	21,0	18,14	14,78	29,7
0,0401148	p <= 3	4,422	3,603	14,1	4,525	3,687	15,4
0,000958021	p <= 4	0,1035	0,08435	3,8	0,1035	0,08435	3,8

Notas: λ_i máx. es el estadístico máximo $\lambda_{\max}(r) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$ y λ_i Traz. es el estadístico $\lambda_{tr(r)} = -T \sum_{i=1}^r \ln(1 - \hat{\lambda}_i)$. Las columnas using T-nm correspondiente a cada estadístico presentan el ajuste por los grados de libertad y las columnas 5 y 8 son los valores críticos al 95%. * Rechazo a un nivel de significación del 5%. ** Rechazo a un nivel de significación del 1%.

A partir de los resultados de la Tabla 2 se puede concluir que existe evidencia para sostener que las variables están cointegradas, y por lo tanto existe una combinación lineal entre las variables que es estacionaria. Los tests de traza y de máximo autovalor rechazan la hipótesis nula de la inexistencia de un autovalor distinto de cero, pero no se rechaza la hipótesis nula de la existencia de a lo sumo un autovalor significativamente distinto de cero con niveles de significación del 1%. Ante la presencia de una relación de largo plazo, las variables comparten una tendencia común y al menos una de las variables deberá responder a los desequilibrios para que el sistema ajuste a la dinámica de equilibrio.

Conforme a los resultados obtenidos, la tasa de crecimiento del producto se puede modelar como un modelo de corrección al equilibrio. Para ello, primero debe evaluarse si el **modelo condicional propuesto**, en el cual el *LPBI* es la variable endógena y *LZ*, *LG*, *LTCN_p*, *LP_f* son las variables exógenas, es válido. Los resultados de los test empíricos se presentan a continuación:

Tabla 3 / Matrices de autovalores y de velocidad de ajuste estimadas. Test de exogeneidad

Matriz de autovalores β					
<i>LPBI</i>	1,0000	-0,74783	-5,5151	-16,403	-4,1002
<i>LZ</i>	-0,97924	1,0000	4,4328	16,890	1,7283
<i>LG</i>	-0,16762	-0,20349	1,0000	-0,21084	1,2129
<i>LTCN_p</i>	-0,093097	-0,073728	-0,19238	1,0000	0,13630
<i>LP_f</i>	-0,23852	-0,053713	-4,3137	-2,8270	1,0000
Matriz de coeficientes de ajuste estandarizada α					
<i>LPBI</i>	-0,71571	-0,15838	-0,025530	-0,0018278	-0,0030776
<i>LZ</i>	-0,28824	-0,23415	-0,026835	-0,0010711	-0,0041443
<i>LG</i>	-0,55685	0,11468	-0,069233	-0,0098914	0,0093719
<i>LTCN_p</i>	0,38469	-0,10629	0,030825	-0,019924	0,0033321
<i>LP_f</i>	-0,080913	-0,20966	0,0033684	0,0028848	0,00081982
LR test (r=1)					
$H_0: \alpha_{pbi} = 0$	$\chi^2(1) =$	9,3322	[0,0023]**		
$H_0: \alpha_z = 0$	$\chi^2(1) =$	1,3437	[0,2464]		
$H_0: \alpha_g = 0$	$\chi^2(1) =$	1,0784	[0,2991]		
$H_0: \alpha_{lcn_p} = 0$	$\chi^2(1) =$	0,68912	[0,4065]		
$H_0: \alpha_{pf} = 0$	$\chi^2(1) =$	0,31658	[0,5737]		

Notas: el vector de cointegración y sus pesos están en negrita. LR es el estadístico de Razón de Verosimilitud asumiendo rango igual a 1. Estimado con 4 rezagos, una constante no restringida y las siguientes *dummies*: d07:3, d02:1, d90:2, d90:1, d89:3, d89:2, d88:1, d85:1, d82:2, d81:3. ** Rechazo a un nivel de significación del 1%.

Los test de exogeneidad débil de las variables, con los cuales se evalúa si los coeficientes de velocidad de ajuste (α_j) son significativamente distintos de cero, muestran que existe evidencia para rechazar la hipótesis nula de que la variable $LPBI$ no responde a los desequilibrios de la relación de largo plazo ($\alpha_{pbi} \neq 0$) con un nivel de significación del 1%. Del mismo modo, los LR estadísticos correspondientes a los coeficientes de velocidad de ajuste de las demás variables indican que no hay evidencia estadística para rechazar sus respectivas hipótesis nulas (*i.e.*, $\alpha_z = 0$, $\alpha_g = 0$, $\alpha_{tcn_p} = 0$, $\alpha_{pf} = 0$).

Por consiguiente, el modelo condicional propuesto es consistente con la evidencia empírica y el término de corrección se expresa a continuación:

$$\Delta LPBI_t = -0,715[LPBI_{t-1} - 0,979 LZ_{t-1} - 0,167 LG_{t-1} - 0,093 LTCN_p_{t-1} - 0,238 LP_{ft-1}] \quad (8)$$

Es valioso notar en la ecuación (8) que el producto crecerá en los períodos subsiguientes ante un incremento en las variables exógenas que cause un desequilibrio. Esto es, partiendo de una situación de equilibrio en $t-2$, si en $t-1$ se produce un aumento (reducción) de al menos unas de las variables exógenas que origine un alejamiento con respecto a la relación de largo plazo, el producto ajustará incrementándose (disminuyendo) en los períodos posteriores. La proporción de dicho error que se corrige en el primer trimestre será el 71,5% de la desviación de largo plazo.

A los fines de interpretar los coeficientes, la ecuación de largo plazo estimada para Argentina en el período 1980 a 2007 resulta, como se mostró previamente:

$$LPBI_t = 0,979 LZ_t + 0,167 LG_t + 0,093 LTCN_p_t + 0,238 LP_{ft} \quad (9)$$

El aumento (disminución) en un 1% de las demandas autónomas privada y pública aumenta (disminuye) el producto en el largo plazo en un 1% y en un 0,17%, respectivamente. En relación a la demanda externa, la estimación nos muestra que un aumento (reducción) de la competitividad externa incrementa (reduce) el producto de equilibrio. Estos es, una suba del TCN_p (correspondiente a una depreciación nominal y/o una baja de los precios internos) en un 1% produce un crecimiento del 0,09% en el PBI en equilibrio. Asimismo, un aumento del 1% de la tasa de crecimiento del precio de los bienes externos incrementa el PBI en un 0,24%.²⁰

²⁰ Recordar que LP_f es el logaritmo natural del índice de precio de las importaciones. Al principio de la sección IV se propuso evaluar la relación entre las exportaciones y el producto usando la función de demanda

En resumen, los conceptos de cointegración y exogeneidad débil permiten respaldar empíricamente la hipótesis del modelo teórico de crecimiento liderado por la demanda desarrollada en la primera sección. Se concluye que el producto bruto interno es la variable endógena del modelo y las variables de gasto autónomo propuestas son significativas, exógenas en sentido débil y tienen el signo esperado.

IV.2. Modelo de Corrección al Equilibrio

Los resultados obtenidos previamente validan un modelo condicional de la tasa de crecimiento del producto en función de las variables de demanda autónoma. A continuación, se toman el término de corrección al equilibrio (EqC) derivado de la ecuación (9) y 5 rezagos para cada una de las variables, y se modelan conjuntamente corto y largo plazo. La estimación del Modelo de Corrección de Errores (MCE) no sólo posee un atractivo desde el punto de vista teórico – puesto que expresa la dinámica de la economía hacia el equilibrio–, sino también desde el punto de vista de la política económica.

Todas las variables del MCE son estadísticamente significativas al 95% o al 99% de confianza, dado que para su construcción se quitan las que no lo son. El Modelo de Corrección al Equilibrio restringido se presenta en la siguiente tabla:

Tabla 4 / Modelo de Corrección al Equilibrio

$\Delta LPBI_t =$	- 1,313**	- 0,126 $\Delta LPBI_{t-1}$ **	-0,072 $\Delta LPBI_{t-2}$ **
(SE)	(0,18534)	(0,019524)	(0,018345)
	+ 0,128 $\Delta LPBI_{t-4}$ **	+ 0,787 ΔLZ_t **	+ 0,061 [$\Delta \Delta LG_t$] **
	(0,029238)	(0,028018)	(0,0039148)
	-0,030 [$\Delta LG_{t-2} + \Delta LG_{t-3}$] **	- 0,020 $\Delta LTCN_{t-2}$ **	- 0,117 ΔLPf_t *
	(0,0058631)	(0,0068931)	(0,047353)
	- 0,356 EqC_{t-1} **	+ 0,025 $d073^*$	+ 0,027 $d851^*$
	(0,050778)	(0,011321)	(0,01169)
	- 0,063 $d893^{**}$	- 0,0622 $d901^{**}$	+ 0,035 $d881^{**}$ (10)
	(0,01134)	(0,012538)	(0,011303)

$R^2 = 0,979565$ $F(14,90) = 315$ [0,0000] $SER = 0,010448$ $DW = 1,93$ $RSS = 0,01004272711$ para 107 observaciones. ** Significativa al 1%. *Significativa al 5%.

agregada de exportaciones según la cual un incremento en el tipo de cambio real tiene un efecto positivo en las exportaciones. Los resultados nos indican que el aumento del tipo de cambio real –sea por un aumento del TC nominal o del precio de las importaciones- tiene un efecto positivo en el producto. Sin embargo, reconociendo que existen múltiples canales de transmisión del tipo de cambio sobre el producto, es preciso profundizar estos resultados en futuras investigaciones.

Tests de comportamiento residual y forma funcional:

AR 1- 5; F (5, 85) = 1,6035 [0,1676]

ARCH 4 F (4, 82) = 1,2207 [0,3082]

Normality Chi²(2) = 3,2555 [0,1964]

Xi²; F (25, 64) = 0,71824 [0,8107]

RESET F (1, 89) = 1,8628 [0,1757]

En el modelo (10), el término de Corrección al Equilibrio (EqC_{t-1}) es significativo y se observa que aproximadamente el 35% de los desequilibrios se corrigen en el primer trimestre para ajustar a la relación de largo plazo presentada en (9). Se encuentra también un efecto de corto plazo en todas las variables que entran en la relación de largo plazo. Los resultados muestran que un aumento del 1% en la tasa de crecimiento del consumo privado (Z) ejerce una influencia contemporánea sobre la tasa de crecimiento del PBI de un 0,79%. Además, se observa un efecto contemporáneo de la aceleración del consumo público de un 0,06%, mientras que su tasa de crecimiento impacta negativamente sobre el crecimiento del PBI que corrige en parte el efecto inicial de la aceleración al cabo de 3 trimestres.

Cuando el tipo de cambio se mide por el tipo de cambio nominal (pesos por dólar) sobre el IPC, la variación del tipo de cambio en $t-2$ tiene una influencia negativa y significativa de 0,02% sobre el crecimiento del PBI. Los precios externos causan también un impacto negativo y significativo de 0,12%, pero en el mismo período. Sin embargo, los efectos positivos del tipo de cambio nominal y de los precios externos sobre el PBI predominan en el largo plazo (ecuación 9).

Las variables *dummies* incluidas en (10) para los primeros trimestres de 1988 (d88:1) y 1990 (d90:1) y el tercer trimestre de 1989 (d89:3) coinciden con períodos de aceleración de precios; las *dummies* para el primer trimestre de 1985 (d85:1) y el tercer trimestre de 2007 (d07:3) coinciden con la implementación del Plan Austral y la caída de los precios internacionales, respectivamente.

V. Conclusiones

El interés principal que motivó este artículo fue mostrar evidencia empírica de la validez del principio de la demanda efectiva en el largo plazo para Argentina. El trabajo no tuvo entre sus propósitos presentar un modelo general y acabado,

pues una explicación de la dinámica económica requiere incorporar otras variables en el estudio (e.g. financieras, tecnológicas e institucionales) y un análisis de las fluctuaciones económicas.

En primer lugar, el desarrollo del supermultiplicador de Serrano (1995) permitió explicar el funcionamiento del principio de la demanda efectiva en el largo plazo, presentar la dinámica de largo plazo del producto, especificar los componentes autónomos e inducidos y la relación entre crecimiento y distribución del ingreso. En segundo lugar, se compararon las tres corrientes centrales que estudian el crecimiento liderado por la demanda en relación al uso de la capacidad productiva y la distribución del ingreso.

Asimismo, el objetivo crucial de la presente investigación fue contribuir a la literatura macroeconómica empírica mediante el análisis de series de tiempo en Argentina durante el período 1980-2007. Para ello, en tercer lugar, se trabajó con los datos trimestrales del logaritmo natural del Producto Bruto Interno (PBI), del consumo público (G), del tipo de cambio nominal dividido el índice de precios al consumidor ($LTCN_p$), del índice de los precios de las importaciones de bienes (LP_f) y con una estimación del consumo autónomo privado (Z).

La evidencia estadística de la presencia de una raíz unitaria en las series consideradas es coherente con la idea que sostiene que las variaciones en la demanda tienen efectos permanentes en el largo plazo. Además, el análisis de cointegración por el método de Johansen permitió validar el modelo condicional del PBI en función de las variables de interés mediante el concepto de exogeneidad débil. Esto es necesario porque el test de cointegración no aporta por sí solo información sobre la causalidad entre las variables, como tampoco lo hace el test de causalidad de Granger que refiere a la noción de antecendencia temporal.

Las principales contribuciones del análisis econométrico de esta investigación son tres. En primer lugar, ofrece evidencia de que las variables más relevantes del modelo desarrollado están **cointegradas**. En segundo lugar, a diferencia de los trabajos empíricos existentes que parten de modelos de crecimiento liderados por la demanda, el presente estudio aporta evidencia de una **causalidad** positiva desde el consumo privado autónomo, el consumo público y los indicadores de competitividad externa hacia la determinación del producto de largo plazo. Este sentido de causalidad es compatible con el modelo condicional propuesto. Se utiliza el concepto de exogeneidad débil para evaluar si los componentes de la

demanda causan al producto bruto interno. En tercer aporte reside en la presentación de una estimación de la **dinámica** de corto y largo plazo del PBI.

La mayoría de los trabajos empíricos en los cuales el ingreso es determinado por la demanda parten del modelo de crecimiento restringido por las exportaciones de Thirlwall (1971, 2000). En cambio, el presente artículo –en línea con desarrollos recientes– también incluye al consumo público y al consumo privado no asalariado. Asimismo, no sólo ofrece evidencia de que las variables del modelo desarrollado están cointegradas, sino también de la existencia de una causalidad positiva desde los componentes autónomos de la demanda propuestos hacia la determinación del producto de largo plazo. Los resultados sugieren que los modelos que vayan más allá de aquellos “liderados por las exportaciones” son más adecuados para analizar la economía argentina y avanzar en el diseño de la política económica.

Referencias

Amadeo, E. J. (1986a); “The role of capacity utilization in long-period analysis”, *Political Economy*, Vol. 2, N° 2, pp. 147-85.

Amadeo, E. J. (1986b); “Notes on capacity utilization, distribution and accumulation”, *Contributions to Political Economy*, Vol. 5, pp. 83-94.

Atesoglu, H. S. (1993); “Balance-of-Payments-Constrained Growth: Evidence from the United States”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 15, N° 4, pp. 507-514.

Atesoglu, H. S. (1994); “An Application of a Kaldorian Export-Led Model of Growth to the United States”, *Applied Economics*, Vol. 26, N° 5, pp. 479-483.

Atesoglu, H. S. (1995); “An explanation of the slowdown in US economic growth”, *Applied Economics Letters*, 2, pp. 91-94.

Atesoglu, H. S. (1997); “Balance-of-Payments-Constrained Growth Model and Its Implications for the United States”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 19, N° 3, pp. 327-335.

Awokuse, T. O. (2003); “Is the Export-Led Growth Hypothesis Valid for Canada?”, *The Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'Economie*, Vol. 36, N° 1, pp. 126-136.

Barbosa Filho, N. H. (2000); “A note on the theory of demand-led growth”, *Contributions to Political Economy*, Vol. 19, pp.19-32.

Barbosa Filho, N. H. (2001); “Effective demand and growth: an analysis of the alternative closures of Keynesian models”, *Center for Economic Policy Analysis New School University*, New York.

Barro, R. J. y X. Sala-i-Martin (2004); *Economic Growth*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Bértola, L.; H. Higachi y G. Porcile (2002); “Balance-of-Payments-Constrained Growth in Brazil: A Test of Thirlwall’s Law, 1890-1973”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 25, N° 1, pp. 123-140.

Bhaduri, A. y S. Marglin (1990); “Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 14, N° 4, pp. 375-393.

Blomstrom, M., R. E. Lipsey y M. Zejan (1996); “Is Fixed Investment the Key to Economic Growth?”, *NBER Working Papers*, N° 4436, National Bureau of Economic Research.

Bortis, H. (1997); *Institutions, Behavior and Economic Theory: A Contribution to Classical-Keynesian Political Economy*, Cambridge University Press.

Carrera, J., M. Félix y D. Panigo (1999); “Una medición de los canales de transmisión de las fluctuaciones económicas. El caso de Argentina y los Estados Unidos”, *Económica*, Vol. XLV, N° 4, pp. 77-118.

Carrera, J., M. Félix, y D. Panigo (2001); “Shocks Identification in Argentina and Brasil. A Vector Error Correction Model”, XV Latin American Meeting of The Econometric Society, Lima, pp. 1-32.

Catela, E. Y. S. y S. M. Y. C. Acosta (2007); “A restrição externa ao crescimento na Argentina: evidências para o período 1962-2006”, *35 Encontro Nacional de Economia ANPEC*, Recife. Anais do XXXV Encontro Nacional de Economia, ANPEC.

Ciccone, R. (2008); “Deuda Pública, Demanda Agregada, Acumulación: un punto de vista alternativo”, *Revista Circus*, N° 3, pp. 97-126.

Chandra, R. y R. J. Sandilands (2003); “Does investment cause growth? A test of an endogenous demand-driven theory of growth applied to India 1950–96”, en Salvadori, N. (ed.), *Old and New Growth Theories: An Assessment*, Edward Elgar, pp. 240-260.

Chirinko, R. S. (1993); “Business fixed investment spending: a critical survey of modeling strategies, empirical results, and policy implications”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, pp.1875-1911.

Crespo, E. (2008); *Separação preços-quantidades na Teoria Clássica dos Preços e da Distribuição*, Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Crespo, E. y F. Médici (2008); “Fundamentos teóricos de modelos de crecimiento liderados por la demanda”, IV Coloquio Internacional SEPLA, Buenos Aires.

De Juan, O. (2005); “Paths of Accumulation and Growth: Towards a Keynesian Long-period Theory of Output”, *Review of Political Economy*, Vol. 17, N° 2, pp. 231-252.

Dumenil, G. y D. Levy (1999); “Being Keynesian in the Short Term and Classical in the Long Term: The Traverse to Classical Long-Term Equilibrium”, *Manchester School*, Vol. 67, issue 6, pp. 684-716.

Dutt, A. K. (1984); “Stagnation, income distribution and monopoly power”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 8, N° 1, pp. 25-40.

Enders, W. (1995); *Applied Econometrics Time Series*, John Wiley y Sons.

Frish, H. (1983); *Theories of inflation*, Cambridge University Press.

Garegnani, P. (1976); “On a Change in the Notion of Equilibrium in Recent Work on Value and Distribution”, en Brown *et al.* (eds.), *Essays in Modern Capital Theory*, North-Holland Publishing Company.

Garegnani, P. (1983); “Two Routes to Effective Demand”, en J. Kregel (ed.), *Distribution Effective Demand and International Economic Relations*, Macmillan, London.

Garegnani, P. (1990); “Sraffa: Classical versus Marginalist Analysis”, en Bharadwaj y Schefold (eds.), *Essays on Piero Sraffa. Critical Perspectives on the Revival of Classical Theory*, Unwin Hyman, London.

Garegnani, P. (1992); “Some Notes for an Analysis of Accumulation” en Halevi, J., D. Laibman y E. Nell (eds.), *Beyond the Steady State: Essays in the Revival of Growth Theory*, Macmillan, UK.

Garegnani, P. y A. Palumbo (1998); “Accumulation of capital”, en Kurz, H.D y N. Salvadori (eds.), *The Elgar Companion to Classical Economics*, Cheltenham, Edward Elgar.

Graña, J. M. y D. Kennedy (2008); “Salario real, costo laboral y productividad. Argentina 1947-2006. Análisis de la información y metodología de estimación”, *Documento de Trabajo N° 12*, CEPED.

Harrod R. (1933); *International Economics*, Cambridge University Press, Cambridge.

Hendry, D. F. (2004); “Causality and Exogeneity in Non-stationary Economic Time Series”, en Welfe A. (ed.), *New Directions in Macromodelling*, Elsevier.

Hendry, D. F. y J. Doornik (1996); *Empirical Econometric Modelling Using PcGive for Window*, International Thomson Business Press.

Hendry, D. F. y J. Doornik (1997); *Modelling Dynamic Systems Using PcFiml 9.0 for Windows*, International Thomson Business Press.

Johansen, S. (1988); “Statistical Analysis of Cointegration Vectors”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 12, Issue 2-3, pp. 231-254.

Kaldor, N. (1957); “A model of economic growth”, *Economic Journal*, Vol. 67, N° 268, pp. 591-624.

Kaldor, N. (1971); “Conflicts in national economic objectives”, *Economic Journal*, Vol. 81, Issue 321, pp. 1-16.

Kaldor, N. (1989 [1981]); “The Role of Increasing Returns, Technical Progress and Cumulative Causation in the Theory of International Trade and Economic Growth” en Kaldor, N., *Further Essays on Economic Theory and Policy*, N. York, Holmes y Meier.

Kalecki, M. (1956 [1954]); *Teoría de la dinámica económica. Ensayos sobre los movimientos cíclicos y de largo plazo en la economía capitalista*, FCE, México.

Lavoie, M. (1995); “The Kaleckian model of growth and distribution and its neo-Ricardian and neo-Marxian critiques”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 19, N° 6, pp. 789-818.

López Gallardo J. y B. Cruz (2000); “Thirlwall’s law’ and beyond: the Latin American experience”, *Journal of post Keynesian Economics*, Vol. 22, N° 3, pp. 477-495.

Lewis, W. A. (1954); "Economic development with unlimited supplies of labour", *The Manchester School*, Vol. 22, N° 2, pp. 139-191.

Marx, K. (1990); *Capital*, Vol. I, II, III, Penguin Classics, England.

McCombie, J. S. L. (1997); "On the Empirics of Balance-of-Payments-Constrained Growth", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 19, N° 3, pp. 345-375.

McCombie, J. S. L. y A. P. Thirlwall (2004); *Essays on Balance of Payments Constrained Growth -Theory and Evidence*, Routledge, London.

Moreno-Brid, J. C. (1999); "Mexico Economic Growth and the Balance of Payments Constraint: a cointegration analysis", *International Review of Applied Economics*, Vol. 13, N° 2, pp. 149-159.

Naqvi, N. H. (2002); "Crowding-in or Crowding-out? Modelling the Relationship between Public and Private Fixed Capital Formation Using Co-integration Analysis: The Case of Pakistan 1964-2000", *The Pakistan Development Review*, N° 41, issue 3, pp. 255-276.

Park, M. S. (2000); "Autonomous demand and the warranted rate of growth", *Contributions to Political Economy*, Vol. 19, pp. 1-18.

Prebisch, R. (1950); *The economic development of Latin America and its principal problems*, Economic Commission for Latin American, UN Department of Economic Affairs.

Robinson, J. (1962); *Essays the Theory of Growth*, Macmillan, London.

Samuelson, P. A. (1939); "Interactions between the Multiplier Analysis and the Principle of Acceleration", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 21, N° 2, pp. 75-78.

Schefold, B. (1988); "The dominant technique in joint production systems", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 12, pp. 97-123.

Schlicht, E. (1985); *Isolation and Aggregation in Economics*, Springer-Verlag, Berlin-Heidelberg-NewYork-Tokyo.

Serrano, F. (1995); *The Sraffian Supermultiplier*, PhD Dissertation Submitted to the Faculty of Economics and Politics at the University of Cambridge, England.

Serrano, F. (1995a); “Long period effective demand and the Sraffian supermultiplier”, *Contribution to political Economy*, N° 14, pp. 67-90.

Serrano, F. y L. D. W. de Souza (2000); “O Modelo de Dois Hiatos e o Supermultiplicador”, *Revista de Economia Contemporânea*, Vol. 4, N° 2, pp. 37-64.

Setterfield, M. (ed.) (2002); *The economics of demand-led growth: challenging the supply-side vision of the long run*, Edward Elgar, UK.

Solow, R. M. (1956); “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, pp. 65-94.

Sturzenegger, F. (1989); “Explicando las fluctuaciones del producto en la Argentina”, *Económica*, Vol. 35, N° 1-2, pp. 101-152.

Swan, T. W. (1956); “Economic Growth and Capital Accumulation”, *Economic Record*, Vol. 22, noviembre, pp. 334-361.

Taylor, L. (2004); *Reconstructing macroeconomics: structuralist proposals and critiques of the mainstream*, Harvard University Press.

Thirlwall, A. P. (1979); “The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, marzo.

Thirlwall, A. P. (2000); “Alternative Approaches to the Analysis of Economic Growth”, basado en clases dadas en la Universidad Nacional de México, septiembre.

Trezzini, A. (1998); “Capacity Utilisation in the Long Run: Some further considerations”, *Contributions to Political Economy*, N° 17, pp. 53-67.

Trezzini, A. (1995); “Capacity utilisation in the long run and the autonomous components of aggregate demand. Contributions to political economy”, N° 14, pp. 33-66.

Vercelli, A. y S. Sordi (2009); “Genesis and evolution of the multiplier-accelerator model in the years of high theory”, Department of Political Economy, Finance and Development University of Siena, Siena. [Versión preliminar] www.storep.org/workshopdynamics/vercelli-sordi.pdf.

Zestos, G. K. y X. Tao (2002); “Trade and GDP Growth: Causal Relations in the United States and Canada”, *Southern Economic Journal*, Vol. 68, N° 4, pp. 859-874.

Anexo

Definición y fuente de los datos

Los datos detallados a continuación fueron trabajados en sus logaritmos naturales.

<i>PBI</i>	Producto Bruto Interno a precios de mercado, en pesos constantes de 1993. Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) del Ministerio de Economía.
<i>CT</i>	Consumo Privado, en pesos de 1993. Dirección Nacional de Cuentas Nacionales Instituto Nacional - Estadísticas y Censos (INDEC) del Ministerio de Economía.
<i>Z</i>	Elaboración propia: Consumo Privado Autónomo (consumo de los no asalariados), en pesos constantes de 1993. Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) del Ministerio de Economía y Graña y Kennedy (2008).
<i>G</i>	Elaboración propia: Consumo Público, en pesos constantes de 1993. Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) del Ministerio de Economía.
<i>TCN_p</i>	Elaboración propia: Tipo de cambio libre nominal (pesos por dólar) dividido el IPC de argentina. Fuente: Banco Central de la República Argentina e Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) del Ministerio de Economía.
<i>TCR</i>	Tipo de cambio real (pesos por dólar) Elaboración propia: Tipo de cambio libre nominal (pesos por dólar) por el cociente entre el IPC de Estados Unidos dividido el IPC de Argentina. Fuente: Banco Central de la República Argentina e Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) del Ministerio de Economía.
<i>P_f</i>	Elaboración propia: Evolución de los precios unitarios de las importaciones de bienes, base 1993. Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) del Ministerio de Economía y Oficina CEPAL en Buenos Aires.

Apuntes de la crisis global

Crisis de la deuda en la Eurozona y situación de los bancos europeos

José Manuel Duarte Inchausti*

Banco Central de la República Argentina

Resumen

La crisis de la deuda soberana en Europa se profundizó en lo que va de 2011 y con más fuerza desde mediados de año. El continuo deterioro obedece a una combinación de vulnerabilidades en los fundamentos macroeconómicos (con cuestionamientos a la sustentabilidad de la deuda en Grecia y en otros países), dudas con respecto a la efectividad de las respuestas de política hasta el momento y la posibilidad de que los efectos negativos se derramen hacia otros sectores y países. La situación de los bancos europeos cobra particular relevancia, en función de su exposición a la deuda de economías en problemas y su dependencia del fondeo mayorista. Aunque el análisis de las entidades bancarias evidencia que existe una importante heterogeneidad, la interconexión existente entre los bancos entre sí y en los mercados financieros en general lleva a que aumenten los riesgos percibidos para la estabilidad financiera en Europa, con potenciales efectos a nivel global.

Clasificación JEL: F01, G01, G21.

Palabras clave: crisis financiera, bancos, Europa, riesgo soberano.

* Este trabajo no habría sido posible sin la colaboración de Manuel del Pozo, Mauro Ferraro y Pablo Vizcaíno en la recopilación de información y el armado de gráficos y tablas. Se agradecen los valiosos aportes y comentarios de Jorge Carrera, Verónica Goynich, Fernanda Martijena, Marcelo Raffin y Alejandra Anastasi. Las opiniones vertidas en este artículo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: jduarteinchausti@bcra.gov.ar.

The Euro Zone debt crisis and the situation of the European banks

José Manuel Duarte Inchausti

Central Bank of Argentina

Summary

The sovereign debt crisis in Europe has deepened so far in 2011 and even more so since mid year. The reason behind this continuous deterioration is a combination of vulnerabilities in macroeconomic fundamentals (including some questionings about debt sustainability in Greece and other countries), misgivings about the effectiveness of the policy responses up to date and also the possibility of a spillover of the negative effects to other sectors and countries. The situation of the European banks is especially relevant due to their exposure to the debts of the economies in distress and to their dependence on wholesale funding. Though the analysis of the banking institutions reveals that their condition is highly heterogeneous, the current interconnection among the banks themselves and with the financial markets in general leads to higher perceived risks for the financial stability in Europe, with a potential impact at global level.

JEL: F01, G01, G21.

Key words: banks, Europe, financial crisis, sovereign risk.

I. Introducción

La crisis financiera internacional, con su impacto sobre la actividad económica, terminó afectando la situación fiscal de varias economías desarrolladas, generando cautela con respecto al riesgo soberano. Así, el contexto de preocupación por las finanzas del sector público de ciertas economías de la Eurozona y de dudas sobre su capacidad para financiarse en los mercados comenzó a configurarse a fines de 2009, con el anuncio de un déficit fiscal mucho mayor al esperado en Grecia. Aunque inicialmente los temores estaban fuertemente concentrados en el caso griego, cuando en abril de 2010 el país consiguió pautar un esquema de asistencia conjunta por parte de la Unión Europea (UE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), la preocupación ya abarcaba a diversos países, incluyendo a Irlanda y Portugal, lo que obligó a las autoridades a crear un mecanismo más amplio para contener las tensiones en mayo de aquel año. Sin embargo, la incertidumbre siguió acrecentándose, y en la práctica se concretaron nuevos rescates en noviembre de 2010 (Irlanda) y a comienzos de abril de este año (Portugal), al tiempo que se intensificaron los temores con respecto a otras economías (con casos de envergadura como España y, más recientemente, Italia y Francia).

A casi un año del primer rescate a Grecia, y a pesar de las diversas respuestas de política generadas para tratar de contener la crisis, la situación en el país heleno (contracción del PIB y alto endeudamiento, entre otros factores) y las dificultades que implica resolver el problema de la sustentabilidad de su deuda continuaron presionando sobre la generalidad de los mercados financieros.¹ De esta manera, en julio de este año las autoridades europeas anunciaron un segundo rescate a Grecia (incluyendo esta vez la participación de acreedores privados) y medidas específicas para evitar el contagio, con particular énfasis en las entidades bancarias. La situación de los bancos, afectados por la exposición a títulos públicos de países en problemas, genera un riesgo considerable para la estabilidad de los mercados en Europa, que se suma a otros focos de incertidumbre existentes en otras regiones. Estas debilidades pueden terminar condicionando la evolución del nivel de actividad en términos globales (posibilidad de recaída en Estados Unidos, enfriamiento de la economía china, etc.).

¹ Incluyendo a los mercados de capitales (bonos, acciones), además de los mercados de *money market* y el bancario (depósitos, préstamos), si bien –como se detalla a lo largo del documento– el impacto hasta el momento ha sido más marcado en los primeros.

Así, la presente nota ofrece un acercamiento al estado actual de los bancos europeos y los riesgos que genera en el marco del proceso de recuperación de la crisis financiera internacional 2008-2009. Al igual que en entregas previas de “Apuntes de la crisis”, se intentará ofrecer una visión más objetiva que crítica de los hechos. Primero se describe brevemente la evolución más reciente de la crisis de la deuda en la zona del euro y los principales riesgos remanentes, entre los cuales sobresalen aquellos asociados a la situación de los bancos europeos. A partir de allí se hará hincapié en las distintas dimensiones que abarca la problemática de estos bancos, con énfasis en su exposición a deuda emitida por países en situación más comprometida y en la presencia de ciertas debilidades en materia de fondeo que vuelve a las entidades financieras particularmente vulnerables ante situaciones de creciente aversión al riesgo.² Luego se analiza a grandes rasgos la evolución de la solvencia de los bancos. Finalmente, se comenta como ha evolucionado la percepción de los mercados sobre los bancos europeos, extendiendo el análisis hasta fines de agosto de 2011.

II. Crisis de la deuda en economías de la Eurozona – Evolución reciente

Hacia fines del primer cuatrimestre de 2011 la situación en la zona del euro parecía relativamente contenida en función de dos factores. Por un lado, en marzo se amplió el alcance del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés)³ que estará vigente hasta mediados de 2013 y se acordó el establecimiento del Mecanismo de Estabilidad Europeo (*European Stability Mechanism* o ESM) de carácter permanente que funcionará después de esa fecha. Por otra parte, a principios de abril Portugal anunció su pedido de asistencia a la UE y al FMI, de forma tal que los rescates pasaban a abarcar a las tres economías con perfil más vulnerable: Grecia, Irlanda y Portugal (GIP). La percepción de una situación más contenida en términos relativos se vio reflejada, en parte, en cierto desacople de los rendimientos de la deuda española –tanto

² Limitando, en el marco de este trabajo, el concepto de entidad financiera a los bancos.

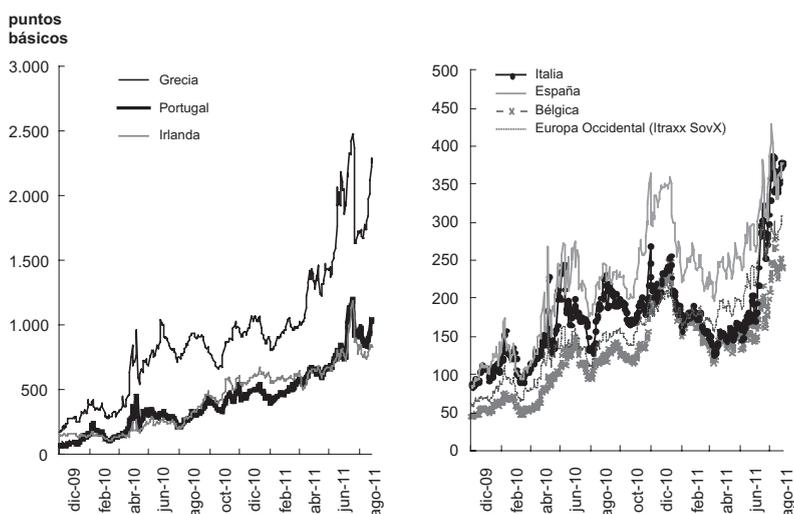
³ *European Financial Stability Facility*. El EFSF, con garantía de los países miembros, y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera de la comunidad Europea (EFSM, por sus siglas en inglés) fueron introducidos en mayo de 2010 con el fin de proveer financiamiento a países en situación comprometida y estarán vigentes hasta 2013. Para proveer financiamiento el EFSF coloca bonos en el mercado con garantías de los países miembros, mientras que el EFSM hace lo propio a través de la Comisión Europea (garantizado por el presupuesto de la UE). En la misma fecha el Banco Central Europeo lanzó su programa de compras de títulos públicos (*Securities Market Programme*). También se introdujeron *swaps* de dólar entre los principales bancos centrales. Ver apartado sobre “Crisis en la Eurozona y Respuestas de Política” en BCRA (2011) y Banco Central Europeo (2010c).

en las colocaciones como en el mercado secundario— con respecto a los de la deuda de GIP. Sin embargo, hacia principios de mayo se reanudó el proceso de deterioro en los mercados de deuda soberana de Europa (ver Gráfico 1).

El renovado debilitamiento a partir de mayo estuvo en buena parte vinculado a la no reversión de la situación de Grecia. Mientras que se verificaba un sucesivo empeoramiento de las perspectivas por parte de las calificadoras de riesgo (ver Gráfico 2), y en un escenario socio-económico complejo a nivel local (que llevó a poner en duda la factibilidad de seguir avanzando en las medidas de ajuste fiscal exigidas a Grecia), comenzó a tomar fuerza el debate en torno a la necesidad de implementar medidas específicas para recortar la carga de la deuda de ese país.⁴

En efecto, con una alta carga de endeudamiento (ver Tabla 1) y con la situación económica comprometida por los sucesivos ajustes fiscales, se esperaba que el ratio de deuda sobre PIB mantuviese su tendencia ascendente en los próximos años.⁵ Así, en los mercados los indicadores de la deuda griega seguían debilitándose.

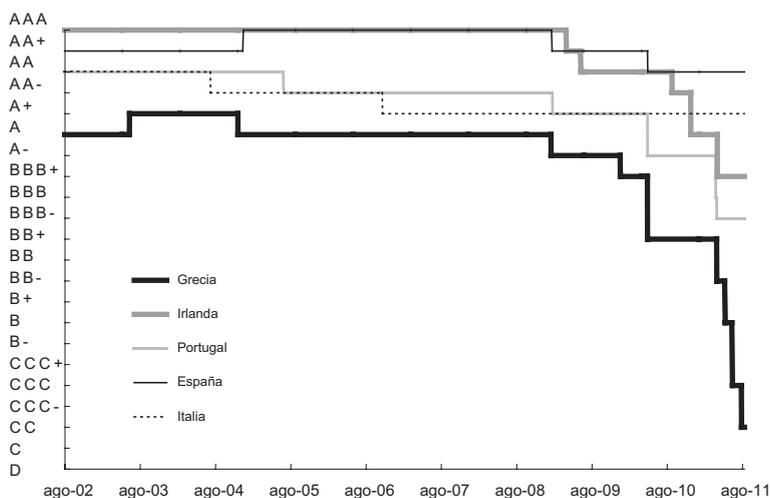
Gráfico 1 / Evolución de precios de *Credit Default Swaps* soberanos a 5 años



Fuente: Bloomberg.

⁴ En este marco se han profundizado las críticas al carácter procíclico del accionar de las calificadoras de riesgo.
⁵ Por ejemplo, según un análisis de sustentabilidad de la deuda llevado a cabo por el Banco Central Europeo (BCE 2011b) el ratio de deuda sobre PIB —que era de 120% en 2010— marcaría un pico de 160% en 2012. Standard & Poors's encontró que un pico similar se daría recién en 2013.

Gráfico 2 / Calificaciones de deuda soberana de largo plazo según S&P



Fuente: Bloomberg.

Por ejemplo, el precio del *credit default swap* (CDS) a 5 años superó la barrera de los 1.500 puntos básicos en junio, mientras que la curva de rendimientos se mostraba claramente invertida.

En este contexto, resultaba evidente que: a) no iba a ser posible que Grecia volviese a los mercados de deuda en 2012 como se había estipulado al momento de diseñar el plan de asistencia de UE-FMI por tres años en 2010; b) debía pactarse un nuevo plan de asistencia para permitir que el gobierno de Grecia pudiese cubrir sus necesidades de financiamiento en los próximos años; y c) los mercados ya descontaban que la deuda griega sería reestructurada en el corto/mediano plazo.

A medida que el debate en torno a la eventual reestructuración de la deuda griega se iba profundizando, fueron poniéndose en evidencia las dificultades existentes para compatibilizar posiciones heterogéneas. Así, por ejemplo, mientras que desde el gobierno alemán se impulsaba una línea más estricta que implicaba una participación considerable por parte de los inversores privados, desde el Banco Central Europeo (BCE) se buscaba desincentivar cualquier tipo de iniciativa que pudiese decantar en que las calificadoras de riesgo declarasen el *default*

Tabla 1 / Zona del Euro: indicadores seleccionados

	Monto de deuda 2010 consolidada (miles de millones de €)	Deuda 2009 (% PIB)	Deuda 2010 (% PIB)	Rdo. fiscal 2010 (% PIB)	Rdo. fiscal 2011 (e) (% PIB)	Necesid. de financiam. 2011 (% PIB)	Necesid. de financiam. 2012 (% PIB)	Crec. PIB 2010 (%)	Crec. PIB 2011 (e) (%)
Alemania	2.080	74	83	-3,3	-2,1	11,4	10,5	3,6	2,6
Austria	205	70	72	-4,6	-3,7	7,8	8,6	2,1	2,4
Bélgica	341	96	97	-4,1	-3,6	22,4	22,6	2,2	2,4
Chipre	11	58	61	-5,3	-4,5	n/d	n/d	1,0	1,5
Eslovaquia	27	35	41	-7,9	-5,1	14,5	12,8	4,0	3,5
Eslovenia	14	35	38	-5,6	-5,6	7,2	7,3	1,2	1,9
España	639	53	60	-9,2	-6,3	19,3	18,7	-0,1	0,8
Estonia	1	7	7	0,1	-0,5	n/d	n/d	3,1	4,9
Finlandia	87	44	48	-2,5	-1,4	11,2	9,7	3,1	3,7
Francia	1.591	78	82	-7,0	-5,6	20,6	19,7	1,5	1,8
Grecia	329	127	143	-10,5	-7,5	24,0	26,0	-4,5	-3,5
Irlanda	148	66	96	-32,4	-10,1	19,5	18,0	-1,0	0,6
Italia	1.843	116	119	-4,6	-3,9	22,8	23,1	1,3	1,0
Luxemburgo	8	15	18	-1,7	-0,9	n/d	n/d	3,5	3,4
Malta	4	68	68	-3,6	-2,9	n/d	n/d	3,2	2,0
Países Bajos	371	61	63	-5,4	-3,7	19,9	16,6	1,8	1,9
Portugal	160	83	93	-9,1	-5,9	21,6	21,0	1,3	-2,2

Nota: las necesidades de financiamiento incluyen déficit fiscal y vencimientos de deuda (según GFSR del FMI, abril de 2011).

Fuente: Eurostat, FMI y Bloomberg.

o cesación de pagos de la deuda pública griega.⁶ A pesar de las divergencias, fueron ganando mayor peso los enfoques que proponían acciones voluntarias para cambiar el perfil de la deuda (canje preventivo para evitar una cesación de pagos –en línea con el implementado en Uruguay en 2003– o un *rollover* o refinanciación de deuda en línea con la denominada “iniciativa de Viena”⁷), pese a que las calificadoras advirtieron que incluso iniciativas de este tipo implicarían un *default* selectivo, al menos temporalmente.

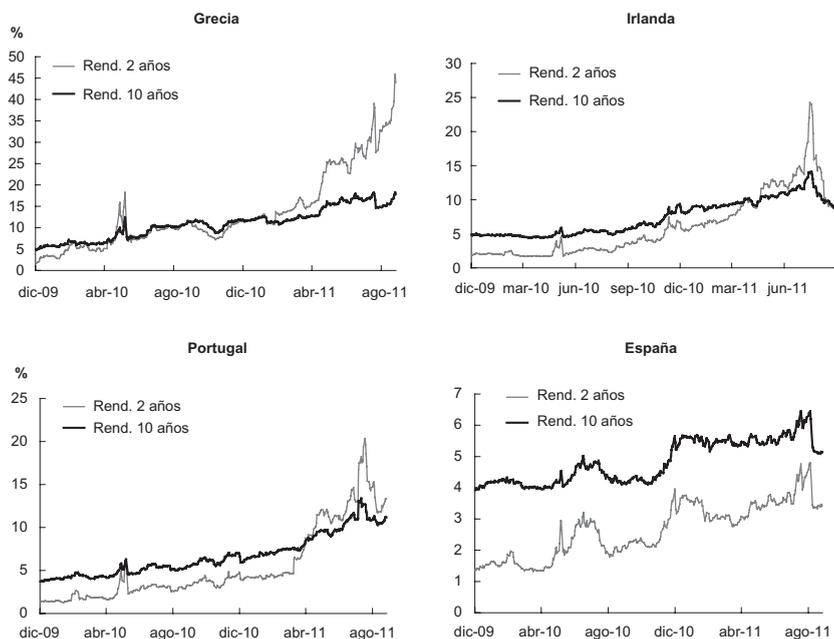
La discusión en torno a la eventual reestructuración de la deuda griega y la falta de consenso de las autoridades acerca de cómo encarar la situación, llevaron a que se intensificaran en los mercados los temores con respecto a la posibilidad de contagio hacia otras economías. De hecho, al momento de notificar las últimas rebajas en las calificaciones de Irlanda y Portugal en julio, las calificadoras de riesgo ya hacían mención explícita a la eventual necesidad de que estos países debieran solicitar asistencia adicional, pudiendo tener que involucrarse al sector privado. Así, a partir de abril las curvas de rendimientos en los mercados secundarios de deuda pública de Irlanda y Portugal también pasaron a mostrarse invertidas, un fenómeno que –en mercados líquidos– suele estar asociado a un mayor riesgo de crédito percibido en el corto/mediano plazo (ver Gráfico 3). Por otra parte, la preocupación se extendió a otras economías europeas con fuertes vencimientos en los meses siguientes, como España e Italia, a pesar de las diferentes medidas que sus autoridades anunciaron con el objetivo de mejorar su situación fiscal. Los *spreads* de la deuda de estos dos últimos países se ampliaron para plazos *benchmark* (5 años) entre 140 y 180 puntos básicos entre fines de abril y mediados de julio, con impacto sobre los rendimientos a los que se colocan nuevos instrumentos en el mercado primario.

En la medida en que se fueron ponderando cada vez con mayor fuerza las posibilidades de un eventual contagio hacia la generalidad de los mercados financieros europeos, la crisis de la deuda en Europa también repercutió –junto con otros

⁶ Mientras que la posición de Alemania se enfocaba en las transferencias de recursos que implicaba un nuevo programa de asistencia y en los problemas de incentivos implícitos para distintos grupos de agentes (incluyendo los bancos), en el caso del BCE se tenía en cuenta los potenciales efectos disruptivos de una cesación de pagos del gobierno griego sobre el funcionamiento de la liquidez en el Eurosistema (dado que los títulos públicos de Grecia pueden ser utilizados como garantías en ciertas operaciones) y sobre la estabilidad financiera de la región.

⁷ En 2009, en el marco del pico de la crisis financiera internacional, la UE el FMI y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo acordaron prestarle a economías en problemas de Europa del Este siempre y cuando los bancos de otros países (por ejemplo, los de países desarrollados de Europa Occidental) mantuviesen el crédito otorgado a la región.

Gráfico 3 / Rendimientos de bonos soberanos



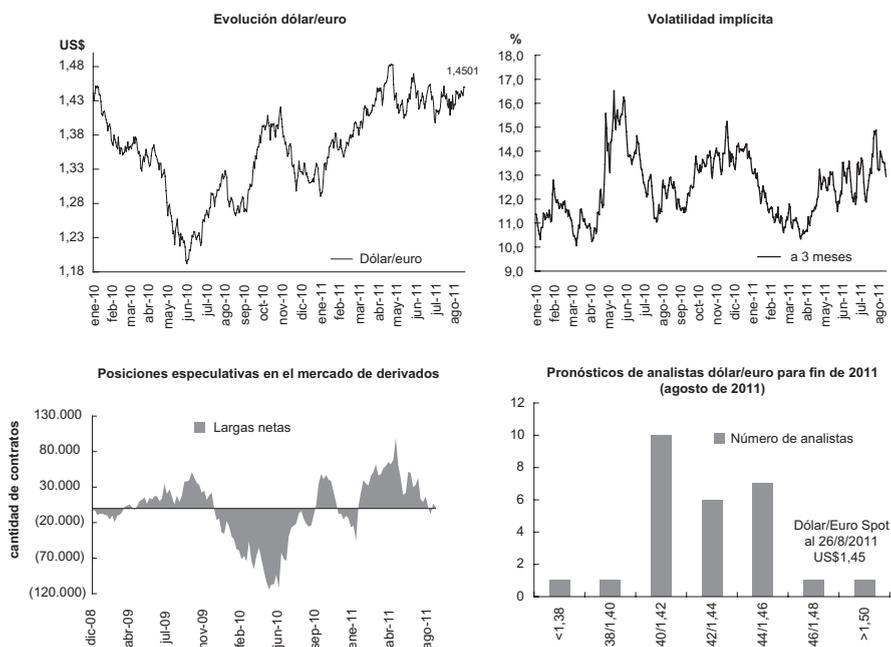
Fuente: Bloomberg.

factores— sobre la evolución del euro (ver Gráfico 4), que evidenció un comportamiento errático contra el dólar desde fines de 2009. Este patrón de comportamiento recoge tanto los vaivenes con respecto a la gravedad percibida en lo que respecta a la crisis de la Eurozona (llegando, bajo las hipótesis más extremas, a postular la eventual salida de ciertas economías del esquema del euro⁸), como a las expectativas divergentes sobre la política monetaria para la zona del euro y de Estados Unidos, entre otros. Así, la implementación de nuevas medidas de estímulo monetario en Estados Unidos (el llamado *quantitative easing 2* finalmente anunciado a fines de agosto del año pasado) y las expectativas de tasas de interés sostenidas en niveles históricamente bajos en aquel país (al tiempo que el BCE finalmente comenzaba a subir su tasa de interés de referencia en 2011), llevaron a que el euro se apreciara contra el dólar desde mediados de 2010.⁹

⁸ En función de los problemas existentes para que ciertos países adopten un modelo de crecimiento con importante dinamismo de las exportaciones en un contexto de baja productividad (y restricciones para mejorarla rápidamente a través de reformas estructurales) y limitaciones para recibir una continua asistencia externa.

⁹ Con eventuales efectos sobre la recuperación económica.

Gráfico 4 / Variables del mercado de tipo de cambio: Dólar/Euro



Fuente: Bloomberg.

Sin embargo, esta tendencia sufrió varios reveses con el correr de los meses. Por ejemplo, desde principios de mayo de 2011 el euro pasó a mostrar un patrón de comportamiento menos claro contra el dólar, al tiempo que se incrementaba la volatilidad esperada para esta paridad en los mercados de derivados. Por otra parte, en estos últimos mercados los agentes no comerciales (con fines especulativos o de arbitraje), que habían mantenido una posición neta larga en euros durante el primer trimestre del 2011 –apostando a una revalorización de la moneda europea–, la recortaron fuertemente en el segundo y tercer trimestre.

Así, el 21 de julio de 2011 las autoridades europeas anunciaron un nuevo programa de asistencia a Grecia que incluía €109.000 millones de fondos oficiales (UE-FMI), que le permitirían cubrir sus necesidades de financiamiento estimadas hasta mediados de 2014. Adicionalmente se pautó:

- Una rebaja en las tasas de interés y un incremento en los plazos de la asistencia oficial (hasta entre 15 y 30 años, con 10 años de gracia para el pago de capital).

- La participación voluntaria del sector privado a través de la combinación de un futuro canje de deuda por títulos de largo plazo, el refinanciamiento al vencimiento con títulos públicos de largo plazo y un programa de recompra de deuda a ser llevado a cabo por el gobierno griego.¹⁰ Al lanzar el plan las autoridades europeas hicieron hincapié en que este tipo de iniciativas respondía a la naturaleza excepcional del caso griego (*Council of the European Union*, 2011).

- El establecimiento de un grupo de trabajo junto con las autoridades griegas para analizar la posibilidad de movilizar la economía a través de una estrategia que apunte al crecimiento y la inversión.

Adicionalmente, se tomaron medidas tendientes a minimizar la posibilidad de contagio a otras economías y al sector financiero, incluyendo:

- La extensión a Irlanda y Portugal de la rebaja en el costo de las asistencias de la UE y el FMI pautadas para Grecia.

- El eventual otorgamiento de garantías para evitar que, si se produjese una cesación temporal de pagos de la deuda griega en el marco de las operaciones de canje propuestas, las transacciones operadas a través del Eurosistema se vieran alteradas.¹¹ Por otra parte, de ser necesario se otorgarían fondos para capitalizar a los bancos griegos (sujetos a problemas de solvencia dada su exposición a la deuda pública).

- La ampliación del accionar del EFSF para poder asistir en forma preventiva a economías en dificultades (sin que sea necesario tener pautado un programa de asistencia con la UE y el FMI), proveer fondos a los gobiernos para capitalizar entidades financieras e intervenir en los mercados secundarios.

Si bien la reacción inicial ante estos anuncios fue positiva, los mercados volvieron a retomar rápidamente su tendencia negativa, lo que obligó al BCE a volver a comprar títulos públicos a mediados de agosto de 2011, después de varios meses sin

¹⁰ Si los bancos venden a su valor de mercado títulos públicos que compraron antes de la crisis y actualmente tienen en cuentas de inversión (valuados a costo de adquisición acrecentado por el devengamiento de su rendimiento) deberán reconocer pérdidas –en la medida en que no hubiesen efectuado provisiones suficientes.

¹¹ El BCE ha realizado modificaciones a las normas vigentes para permitir que, pese a la degradación de la nota de los títulos públicos griegos, éstos pudiesen seguir siendo utilizados como colateral para acceder a sus líneas de liquidez.

operaciones en el marco de su *Securities Market Programme* (ver Gráfico 5).¹² Esto obedeció, en primer lugar, a la falta de detalles con respecto a los grandes lineamientos planteados y al riesgo de implementación, lo que afectó la credibilidad de las medidas. Por ejemplo, la ampliación de las atribuciones del EFSF requería de la aprobación por parte de cada uno de los estados miembros.¹³ Al mismo tiempo, existían dudas con respecto a los supuestos de participación voluntaria en las operaciones de canje y refinanciamiento de la deuda griega. Por otra parte, no quedaba en claro hasta qué punto estas medidas serían efectivas. En el caso específico de Grecia, las acciones con efecto potencial sobre la carga de la deuda implicaban un avance parcial, dado que las quitas previstas no resolvían el problema de fondo.¹⁴ En términos más generales, se mantenían las dudas con respecto a si las medidas anunciadas eran suficientes para evitar el contagio. Por ejemplo, si bien se establecieron facultades más amplias para el EFSF, su capacidad prestable no se modificó (hasta €750.000 millones considerando el accionar conjunto con el FMI), lo que podría restarle eficacia en la medida en que los problemas se extendieran.¹⁵ Por otra parte, en agosto cobraba fuerza el debate acerca de la posibilidad de realizar emisiones conjuntas de eurobonos, si bien en principio las principales autoridades europeas rechazaron la idea en la medida en que las versiones más consistentes de esta alternativa implicaban un mayor grado de coordinación (incluyendo, eventualmente, el avance hacia una unión fiscal).

En tal sentido, persistían diversos riesgos, entre los que se destacaban:

a) Potenciales problemas en la administración de la crisis por parte de las autoridades. Los efectos de eventuales errores/limitaciones en la combinación de respuestas de política seleccionada y de dificultades en su aplicación.

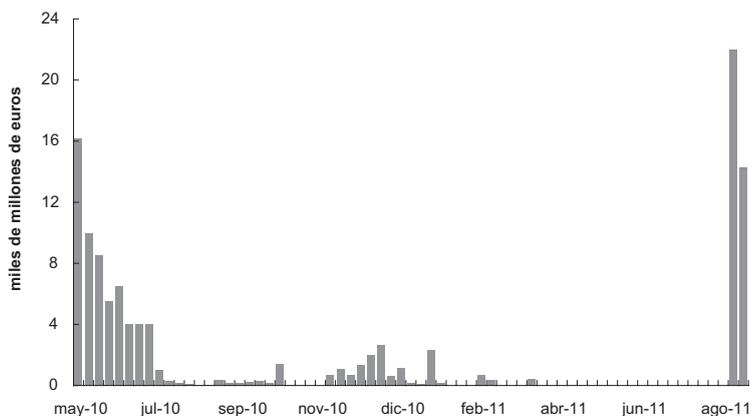
¹² Incluyendo, esta vez, deuda española e italiana.

¹³ Se espera completar este proceso hacia septiembre/octubre de este año.

¹⁴ La propuesta en la que se está avanzando incluye una combinación de distintas alternativas (refinanciamiento por bono a 30 años sin quita de capital, canje por bonos sin quita a 30 años o con descuento a 15 ó 30 años). En el caso de los bonos con descuento, la quita pautada para el capital sería del 20%. Los bonos contarían con diversos sistemas de garantías. Sin embargo, en función de los montos que estarían involucrados y los supuestos de participación del sector privado vertidos en la propuesta, estas medidas reducirían el peso de la deuda aproximadamente 10 puntos porcentuales en términos del PIB (esto se sumaría al impacto de las menores tasas de interés pautadas, estimado en otros 10 p.p. del PIB). Para que la deuda pasase a ser sustentable estos aportes deberían ser acompañados por una considerable mejora en las finanzas públicas y en el ritmo de crecimiento en los próximos años.

¹⁵ EFSF, EFSM y FMI. De este monto casi €145.000 millones ya estaban comprometidos antes del anuncio del segundo paquete de asistencia a Grecia.

Gráfico 5 / Banco Central Europeo: compra de títulos públicos (Securities Markets Programme)



Fuente: Reuters y Bloomberg.

b) La posibilidad de que algunas grandes economías europeas con importantes vencimientos de deuda en el corto y mediano plazo (España, Italia y –eventualmente– Francia) se viesen afectadas por la continua erosión en los mercados, magnificando la dimensión del problema.

c) El potencial efecto de un mayor deterioro sobre los mercados financieros, dada la situación de los bancos en materia de exposición a las economías en situación más vulnerable y la sensibilidad de su estructura de fondeo ante cambios bruscos en las condiciones de mercado.

d) A su vez, dada la interconectividad de los mercados, la eventual transmisión de la inestabilidad hacia otros mercados y regiones, con impacto a nivel global (tal como quedó en evidencia con la crisis *subprime* de Estados Unidos y tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008).

e) La posibilidad de que la incertidumbre (y, eventualmente, los efectos de un entorno de inestabilidad en los mercados financieros) termine afectando las perspectivas económicas a nivel global. Esto se da en el marco de la proliferación de dudas con respecto al proceso de recuperación económica en Estados Unidos y al efecto de la política de sesgo más restrictivo que viene implementándose en China desde fines de 2010.

f) Más a mediano plazo, los problemas de competitividad en varias economías de la zona del euro y las restricciones que implica el uso de una moneda común, lo que genera dudas con respecto al futuro de dicha moneda.¹⁶

g) Por último, el mantenimiento de tasas de interés de política monetaria en niveles inusualmente bajos para las principales economías desarrolladas, estimula la búsqueda de altos rendimientos, lo que puede terminar generando nuevos desequilibrios a nivel global.

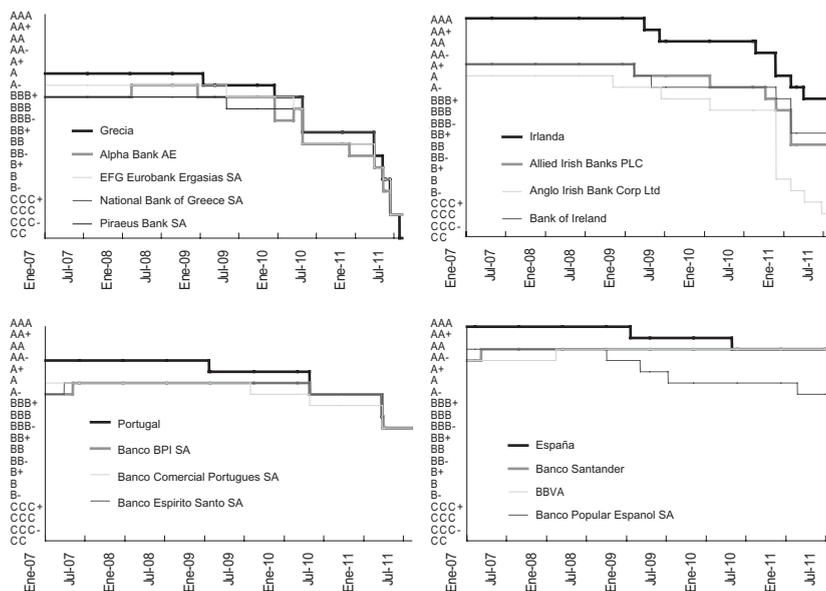
III. Situación de los bancos europeos

Las perspectivas con respecto a los bancos europeos se han venido deteriorando en función de la crisis de la deuda soberana en la región. Así, por ejemplo, la rebaja en las calificaciones de la deuda soberana de GIP (y de otros países que no tuvieron que pedir asistencia, como España) fue acompañada por movimientos similares en las calificaciones de la deuda de muchos bancos de esos países (ver Gráfico 6).

Este vínculo entre el deterioro de la deuda soberana y el riesgo percibido sobre ciertos bancos europeos se da a través de múltiples canales, pudiendo llegar a afectar al sistema bancario europeo en su conjunto y a la generalidad de los mercados financieros. El más directo está dado por la exposición de las entidades a las economías en situación más vulnerable (siendo el listado de economías más vulnerables dependiente de cuanto se profundice el efecto contagio entre países) y el consiguiente incremento en los riesgos asociados en un contexto de erosión en la calidad de sus activos. Aunque la exposición de los bancos a los países en situación más vulnerable es heterogénea, ya sea entre los distintos países de la región o entre las entidades financieras de un mismo país, la interconexión entre los distintos participantes del mercado bancario lleva a que –más allá de la exposición directa a los soberanos y la diversificación de la cartera de cada entidad– eventuales efectos de segunda ronda puedan tener un impacto generalizado, comprometiendo a la estabilidad financiera en la región. Adicionalmente, con relación a las exposiciones, importan tanto aquellas en préstamos

¹⁶ En tal sentido, en agosto se intensificó el debate con respecto a las perspectivas para la Eurozona, con posiciones divergentes que incluían desde la posibilidad de que ciertas economías abandonasen el uso de la moneda común hasta la necesidad de avanzar hacia un esquema de mayor integración (que incluyese la integración fiscal).

Gráfico 6 / Calificaciones de deuda de bancos



Fuente: Bloomberg.

o títulos públicos o productos estructurados en base a ellos (afectadas por las peores perspectivas para la deuda soberana de las economías en problemas) como las financiaciones otorgadas al sector privado (cuya capacidad de pago eventualmente puede verse afectada por los efectos de las medidas implementadas para mejorar la situación fiscal).

El impacto del deterioro en la calidad del activo se da en un momento en el cual las entidades financieras aún estaban recomponiéndose de los efectos de la crisis internacional 2008-2009 (cuando tuvieron que ser, en muchos casos, respaldadas por los diferentes gobiernos). Así, en casos particulares esto se sumó a la incertidumbre con respecto a la calidad de la cartera de préstamos vinculados al sector inmobiliario y de la construcción. Efectivamente, en países como Irlanda, España y el Reino Unido, la cartera de hipotecas creció acompañando el fuerte dinamismo de las cotizaciones de *real state* antes de la crisis financiera internacional. Así, el saldo de hipotecas sobre PIB casi se triplicó entre 1998 y 2009 para Irlanda y España, mientras que en el caso del Reino Unido casi se duplicó (Irlanda y el Reino Unido tienen ratios de hipotecas sobre PIB que están entre los más altos

de las economías desarrolladas).¹⁷ En un escenario de cotizaciones más adverso (los precios de las viviendas llegaron a caer en un rango de 15%-30% en Irlanda, España y el Reino Unido desde los picos marcados antes de la crisis financiera internacional), esto implica la materialización de riesgos adicionales, tal como lo evidencia el incremento en la cartera irregular de hipotecas residenciales en el Reino Unido y en España.

La posibilidad de que la calidad del activo se vea fuertemente comprometida (pudiendo generar, en ciertos casos, problemas de solvencia) incrementa el riesgo percibido con respecto a los bancos, tal como se refleja, por ejemplo, en los precios de los CDS para el agregado del sector financiero europeo (ver Gráfico 7). Esto influye sobre el costo de fondeo de las entidades financieras y su acceso a diferentes fuentes de financiamiento¹⁸ (incrementando así el riesgo de tasa de interés y el riesgo de liquidez, dependiendo de cómo estén estructurados el activo y el pasivo de las entidades bancarias), en un contexto en el cual la rentabilidad de los bancos todavía está recuperándose del impacto de la crisis financiera internacional.¹⁹ A su vez, dificultades para fondearse a un costo razonable pueden terminar repercutiendo sobre la disponibilidad de crédito para el sector privado. Sin embargo, hasta el momento los balances de las entidades financieras muestran que el crédito al sector privado (familias y sector no financiero) no ha sido impactado por la crisis de la deuda soberana en Europa, manteniéndose un patrón de recuperación con posterioridad al deterioro de 2008-2009. Esto se debe, en parte, a la asistencia brindada por el BCE en materia de liquidez. En la medida en que la crisis de la deuda en Europa continúe profundizándose y se terminen observando tensiones generalizadas en los mercados financieros, es esperable que el crédito al sector privado se vea debilitado, con impacto sobre el nivel de crecimiento.

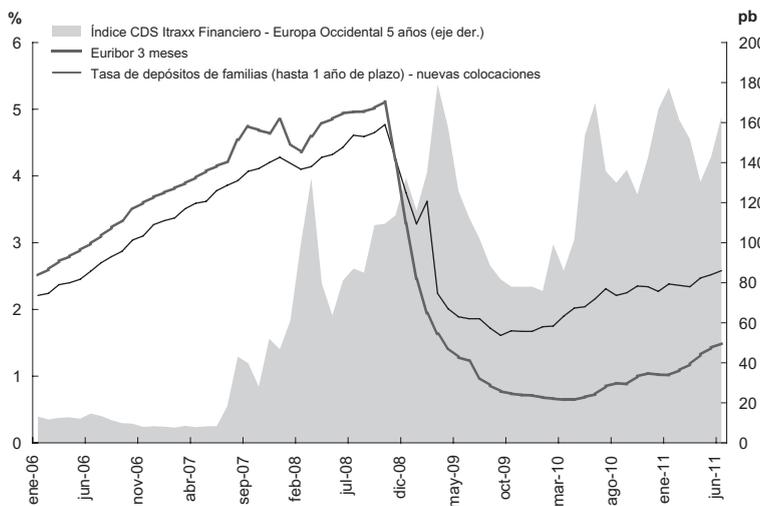
Adicionalmente, en un contexto más adverso en los mercados los bancos pueden ver afectadas líneas de negocio que no estén vinculadas con la intermediación financiera (como el cobro de comisiones por actividades en los mercados de capitales). Esto se da en forma contemporánea con el replanteo del marco normativo y regulatorio de las entidades bancarias a nivel global (incluyendo la implementación

¹⁷ Ver FMI, 2011 (Capítulo 3).

¹⁸ El efecto negativo incluye las dificultades que se generan en la medida en que los títulos públicos bajo presión son usados como colateral para obtener fondeo (por ejemplo, para solicitar asistencia al BCE o para entrar en operaciones de *repo*) o en transacciones con derivados.

¹⁹ Ver sección III.3.

Gráfico 7 / Tasa de interés y CDS del sector financiero



Fuente: BCE y Bloomberg.

de Basilea III), que introduce un elemento adicional de incertidumbre con respecto al entorno de negocios de los bancos europeos.

En las próximas subsecciones, sujeto a las limitaciones impuestas por la disponibilidad de información homogénea y reciente, se intentará dar un panorama general de cuál es la exposición de los bancos con respecto a las economías cuya deuda más se ha debilitado y cuáles son los principales riesgos implicados por la estructura del fondeo actual de las entidades financieras. Por último, se abordará el tema de la solvencia de los bancos europeos.

III.1. Exposición de los bancos europeos a economías en situación vulnerable

Como ya fuera mencionado, la incertidumbre con respecto a la calidad de los activos de los bancos europeos se incrementó en los últimos meses, acompañando la aceleración del deterioro de la deuda no sólo de GIP, que ya han solicitado asistencia a UE-FMI, sino también de otras economías cuya situación puede verse comprometida en un escenario de mayor tensión. En particular, el debate en torno al eventual involucramiento del sector privado en un segundo paquete de asistencia a Grecia generó un claro interés acerca de la magnitud de la exposición de los bancos europeos a la deuda de este país y cómo se vería afectada

su solvencia en un escenario de cesación de pagos de parte del gobierno griego.²⁰ En igual sentido jugaron los recortes adicionales en las calificaciones de Irlanda y Portugal, que fueron acompañados por comentarios explícitos con respecto a la posibilidad de que estos países pudieran necesitar nuevos paquetes de apoyo (con potencial participación, también en este caso, de los inversores privados). Finalmente, en un entorno de márgenes (*spreads*) crecientes en los mercados de renta fija, se comenzó a considerar con más detenimiento el posible contagio tanto a países de tamaño reducido (Chipre, Bélgica) como a economías grandes (España, Italia y –en un caso más extremo– Francia).

Una forma de estimar la magnitud del problema está dada por las estadísticas del BIS sobre financiamiento externo de los bancos a nivel consolidado, con datos sobre la exposición de sistemas financieros de determinados países a activos de otras economías desagregados por sector (lo que permite identificar las acreencias con el sector público).²¹ Aunque estos datos poseen ciertas limitaciones (por ejemplo, sólo incorporan información del activo de los bancos y no reflejan el efecto de posiciones deudoras o “cortas” en el pasivo, sobreestimando la exposición final), permiten una primera aproximación a la magnitud de los montos involucrados en forma amplia.²² Así, según la información provista por el BIS, a fines del año pasado las acreencias de sistemas financieros extranjeros con respecto a cada uno de los gobiernos de GIP ascendían a más de €80.000 millones.²³ Este monto de

²⁰ En julio de 2010 la publicación de las pruebas de tensión de los bancos europeos conducidas por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) ya había permitido reducir en parte la incertidumbre que existía con respecto a la exposición de los bancos a las economías en situación más comprometida, si bien la información provista presentaba ciertas limitaciones (que intentaron corregirse con la publicación de las pruebas de 2011). Ver Banco Central Europeo (2010a).

²¹ Las estadísticas se publican trimestralmente en el *Quarterly Review* del BIS. Los datos tienen en cuenta la exposición a activos extranjeros de bancos por país, considerando la nacionalidad de cada banco en función de la localización de sus oficinas centrales. Se consolida para incluir exposiciones de filiales y subsidiarias y netear posiciones entre unidades de un mismo banco. Por otra parte, los números aquí reportados corresponden a la exposición en base a la asunción de riesgo global (criterio de “*ultimate risk basis*” según la definición del propio BIS) que netea las transferencias entre países y sectores (en oposición a lo que el BIS llama criterio de deudor directo, que no realiza este neteo). Para mayor información ver “*What the BIS banking statistics say (and what they do not) about banking system’s exposures to particular countries and sectors*” (BIS, 2011a).

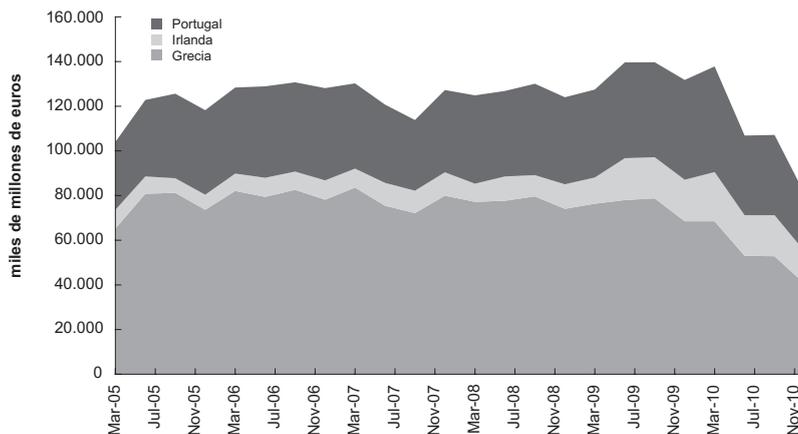
²² La discriminación por sector no incluye a las posiciones fuera de balance, que están incluidas en forma agregada en el ítem “otras exposiciones”. Este ítem incluye los derivados (los derivados de crédito son tenidos en cuenta sólo en la medida en que sean adquiridos con objetivos de *trading* por parte de un banco que compra protección), las garantías extendidas y los compromisos de crédito.

²³ El concepto de extranjero tenido en cuenta en esta sección incluye la sumatoria de todas las financiaciones de bancos extranjeros (europeos y no europeos) a Grecia, Irlanda y Portugal considerando cada caso por separado. Así, el monto agregado incluye, por ejemplo, las acreencias de los bancos Portugueses con respecto a Grecia.

fin de 2010 implica una merma de casi 40% en ese año (ver Gráfico 8), con más de la mitad de esta caída explicada por la reducción a la exposición de la deuda del gobierno griego. La merma en la exposición durante 2010 estaría reflejando el efecto combinado de varios factores, incluyendo la continua caída en los precios de los activos considerados y el cambio en las cantidades en cartera de los bancos.²⁴

Los volúmenes de acreencias contra sectores públicos de países vulnerables por parte de las entidades financieras de otros países se incrementan fuertemente si se incluye en el análisis las tenencias de deuda de economías que no han solicitado asistencia pero que presentan *spreads* de deuda crecientes. Tal es el caso de países como España y Bélgica, cuyas deuda total en poder de sistemas financieros de otros países asciende a más de €75.000 millones en cada caso. La situación cobra otra dimensión al incorporar a Italia entre los países cuya deuda se encuentra en situación vulnerable; los bancos europeos tienen en sus carteras deuda de este país por un monto cercano a €165.000 millones. Esto implica que en la medida en que se termine

Gráfico 8 / Exposición de bancos extranjeros al sector público de GIP



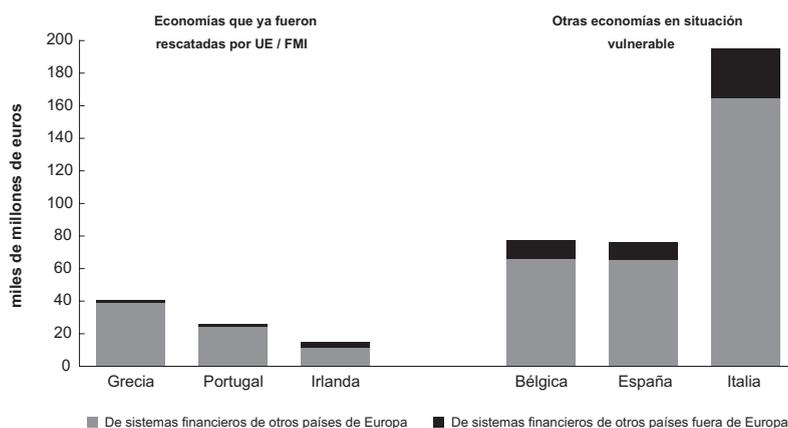
Fuente: BIS.

²⁴ Sin embargo, la forma en la que está presentada la información no permite discriminar la magnitud de cada uno de estos efectos. No se discrimina entre qué activos están en cuentas de inversión y cuáles están en cuentas de *trading* (valuados a mercado). La información tampoco discrimina por moneda de emisión (los datos oficiales se reportan en dólares, pero con fines expositivos para el presente artículo se han reexpresado en euros usando el tipo de cambio vigente al cierre de cada trimestre).

verificando un efecto contagio de magnitud tal que comprometa la situación de economías de mayor tamaño, el problema de la exposición de los bancos europeos se torna de índole sistémica para la región. En tal sentido, más del 90% del total de acreencias de entidades financieras del extranjero con los gobiernos de GIP estaba a diciembre de 2010 explicado por entidades del propio continente europeo (ver Gráfico 9), con una participación marginal de entidades financieras de economías desarrolladas en otras regiones (EE.UU., Japón).²⁵ Esto ayuda a explicar por qué hasta el momento los inversores se han concentrado en la situación de los bancos europeos en particular, al tiempo que los mercados de otras regiones no han registrado fuertes cambios en función de la crisis de la deuda en la zona del euro – excepto en momentos en los que se verificaron episodios de fuerte incertidumbre y alta volatilidad con efectos sobre el apetito por riesgo a nivel global–.²⁶

Desagregando la información por país, los sistemas financieros de Francia y Alemania (y, en menor medida, el Reino Unido, España y Bélgica) son los que presentan mayor exposición a la deuda soberana de los países que han debido

Gráfico 9 / Deuda de gobiernos de economías europeas seleccionadas con bancos de otros países



Fuente: BIS, en base a exposición de sistemas financieros. En cada caso, no incluye a los sistemas financieros del propio país.

²⁵ Exceptuando el caso de Irlanda, donde más del 10% de las acreencias de las entidades financieras del exterior con respecto al gobierno irlandés está explicado por entidades norteamericanas.

²⁶ Por ejemplo, en mayo de 2010 y en agosto de 2011.

pedir asistencia a UE-FMI en general y de Grecia en particular (ver Gráfico 10). En todos los casos la exposición de los sistemas financieros a este grupo de países implica un porcentaje bajo de sus respectivos activos totales. Los ratios de exposición a gobiernos de Grecia, Irlanda y Portugal en forma agregada son en todos los casos menores a 0,5% del activo consolidado de cada sistema financiero en consideración, aunque a nivel individual –de concretarse un escenario de cesación de pagos por parte de diversos gobiernos– esto implicaría importantes necesidades de capitalización entre los bancos (ver Sección III.3).

Gráfico 10 / Deuda de gobiernos de GIP con bancos de otros países

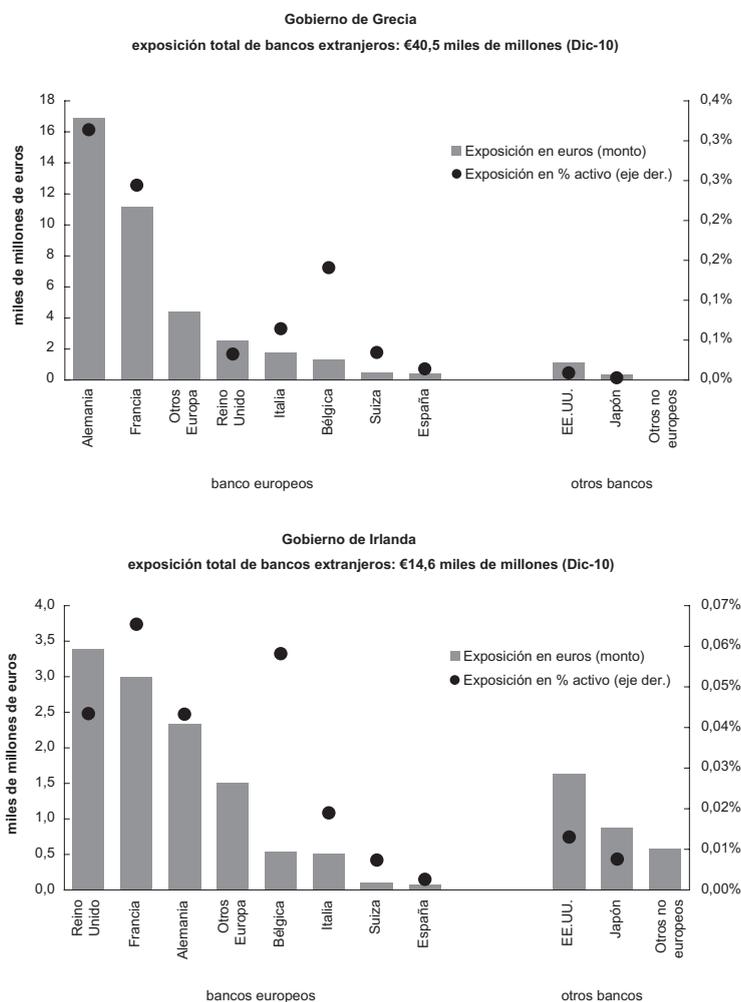
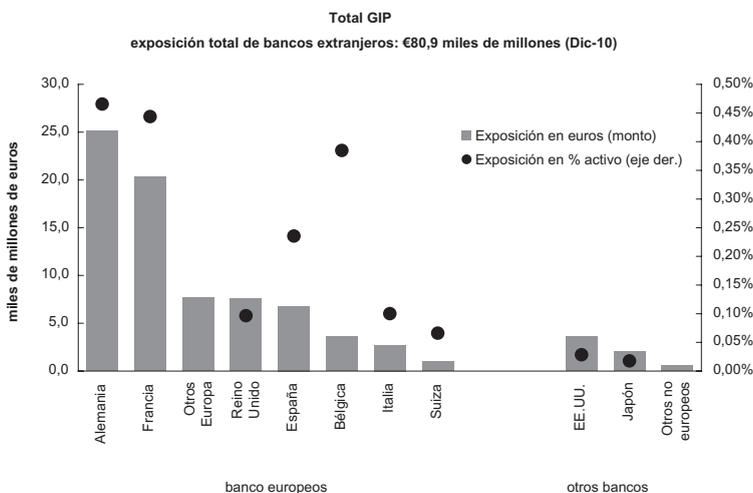
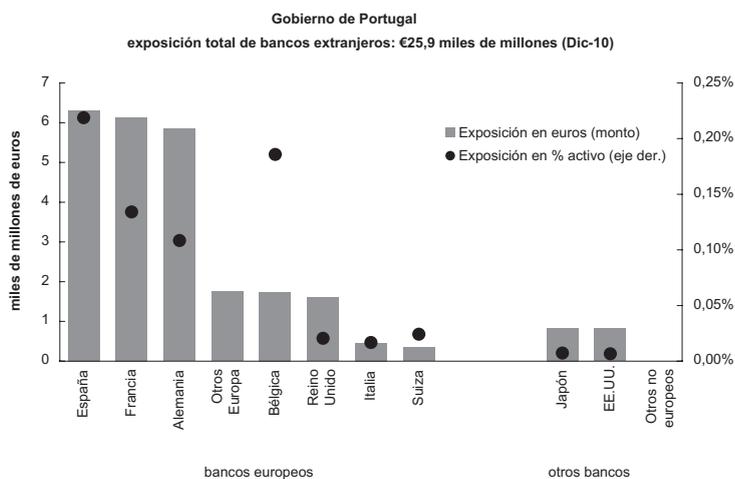


Gráfico 10 / Deuda de gobiernos de GIP con bancos de otros países (continuación)



Fuente: BIS y FMI.

La situación se vuelve más compleja si se incorporan al análisis las acreencias con respecto a otros gobiernos cuya deuda también se ha resentido en 2010, como España, Bélgica e Italia (considerando sólo el caso de la deuda española la exposición de los bancos europeos a este país equivale a casi el 90% de la exposición agregada a Grecia, Irlanda y Portugal). Así, para las entidades finan-

cieras de Francia y Alemania la exposición agregada a los gobiernos de estas seis economías que han estado en la mira de los inversores desde que se desató la crisis de la deuda en la Eurozona representa casi 3% y 2% del activo consolidado, respectivamente.

Las estadísticas del BIS reflejan, a su vez, un patrón disímil para los distintos sistemas financieros con respecto a la exposición a cada uno de los países que han debido recurrir a UE-FMI. Así, mientras las entidades financieras francesas muestran acreencias con respecto a Grecia que son casi el doble de aquellas con respecto a Portugal y que a su vez son casi el doble de aquellas con respecto a Irlanda, en el caso de las entidades financieras alemanas la exposición a Grecia tiene una ponderación mucho mayor (es casi tres veces aquella con respecto a Portugal, que a su vez es casi el doble de la exposición con respecto a Irlanda). Por su parte, el Reino Unido muestra una exposición más equilibrada a los tres países considerados (con menor ponderación relativa de la exposición a Portugal). Finalmente, considerando las acreencias con economías que no han recurrido a la asistencia de UE-FMI, en el caso de la deuda española las entidades financieras de Alemania y Francia también son las que tienen exposiciones más grandes en términos absolutos (de un tamaño similar y que, en ambos casos, implican un monto cercano al de sus exposiciones agregadas a GIP). Nuevamente, esto evidencia la gravedad de un eventual contagio de la situación en GIP a otras economías de mayor tamaño, dada su capacidad de impactar a entidades financieras grandes como las francesas y las alemanas.

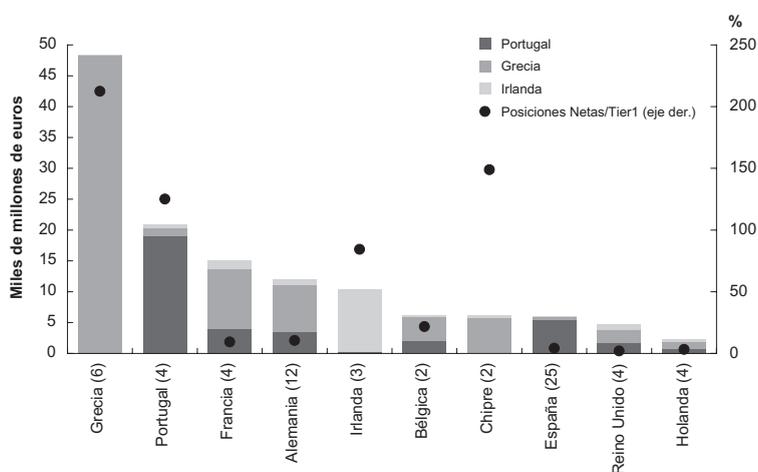
Las cifras totales reportadas por el BIS para las entidades financieras europeas y la composición por nacionalidad del acreedor resultan, en líneas generales, consistentes con los datos provistos por los propios bancos en el marco del ejercicio de pruebas de tensión (*stress tests*) que se realizó en julio de 2011. La información publicada junto con estos ejercicios también incluye datos sobre cuánta deuda de los países que fueron asistidos tienen los bancos locales (información que no está contenida en las estadísticas del BIS), evidenciando que en este caso la exposición en términos del capital básico (*Tier 1*) es mucho mayor que para otros bancos de Europa, lo que explica buena parte de las necesidades de capital que se estiman actualmente para el agregado de los bancos europeos (ver Gráfico 11).²⁷

²⁷ Aunque la información de las pruebas de tensión es mejor que la del BIS en muchos aspectos, sólo incluye información detallada de la exposición de los bancos en deuda soberana. Esto justifica el análisis de ambas fuentes de información llevado a cabo en esta sección.

Adicionalmente, el análisis de una muestra de los bancos más representativos en lo que respecta a las exposiciones a GIP revela que la mayor parte de las tenencias están en cuentas de inversión (a valor contable) y no en cuentas de compra-venta o *trading* (a valor de mercado). Esto implica que los bancos no deben reconocer inmediatamente en sus balances las pérdidas vinculadas a la erosión en el precio de estos títulos públicos.²⁸

Las pruebas de tensión aportan además información por entidad. Entre los bancos con mayor exposición en términos nominales a GIP (excluyendo a los bancos de esos mismos países) figuran muchas entidades financieras europeas de gran porte activas internacionalmente. En línea con lo ya comentado, sobresalen los casos de bancos franceses, belgas, alemanes e ingleses. Las exposiciones a estas economías en dificultades representan una porción heterogénea del capital

Gráfico 11 / 10 sistemas financieros con mayor exposición a deuda soberana de GIP



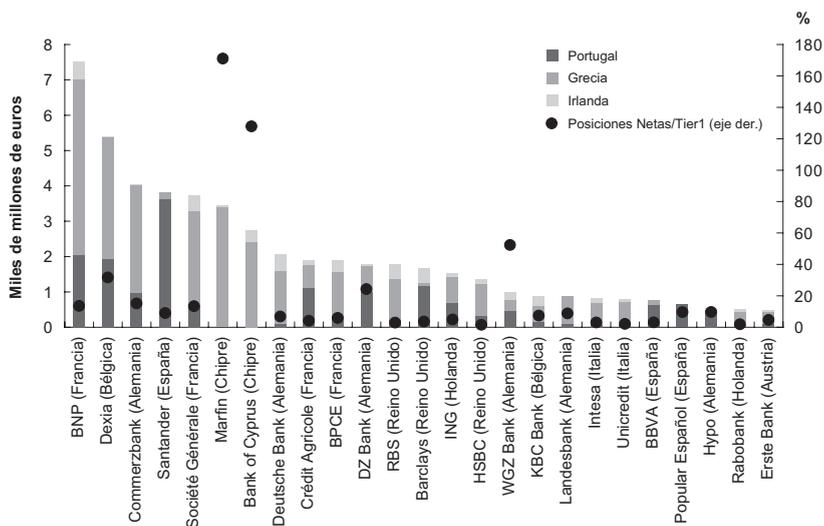
Los datos entre paréntesis indican la cantidad de entidades financieras de cada país que reporta información.
Fuente: EBA.

²⁸ Aunque sí deberían realizar provisiones en función de la probabilidad de cesación de pagos y las pérdidas esperadas una vez que se materializase el evento de *default*. En el marco de las pruebas de tensión se evidenció que existía una importante heterogeneidad entre los bancos en lo que respecta a las metodologías utilizadas para llevar a cabo este tipo de ajustes, lo que llevó a que EBA tuviese que definir lineamientos adicionales (en base a la calificación otorgada por las agencias a la deuda de las distintas economías) para unificar criterios.

de los bancos (ver Gráfico 12).²⁹ Por ejemplo, los 10 bancos de mayor tamaño en la muestra tienen exposiciones a GIP en un rango de 1,5%-14% de su capital básico (con un promedio ponderado de casi 6%). Como ya se mencionara anteriormente, estas exposiciones crecen fuertemente si se incluye en la muestra de entidades en problemas a países grandes como España e Italia; en este caso el rango de las exposiciones pasa a 6,5%-140% del capital básico (con un promedio ponderado mayor a 40%). En tal sentido, si se verificara un efecto contagio a economías de mayor tamaño las necesidades de capital de los bancos europeos se incrementarían fuertemente.

Los datos de las pruebas de tensión también permiten aclarar hasta qué punto son considerables las exposiciones a economías en problemas a través de derivados. Esta dimensión ha generado importantes dudas a medida que se profundizaba la crisis de la deuda, en función de los problemas de transparencia de los mercados de estos productos (que obligaron a tomar medidas luego de la crisis financiera

Gráfico 12 / 25 bancos europeos con mayor exposición a deuda soberana de GIP(*)



(*) Excluyendo de la muestra a bancos de Grecia, Irlanda y Portugal.

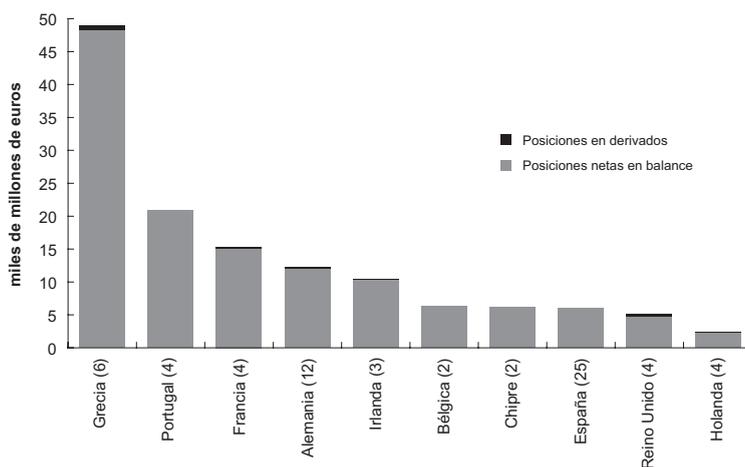
Fuente: EBA.

²⁹ Una excepción la constituyen los bancos de Chipre (una economía estrechamente vinculada a Grecia), aunque se trata de entidades financieras de tamaño menor en términos relativos.

internacional de 2008-2009) y a la posibilidad de que exacerben los efectos del debilitamiento de los títulos públicos. Sin embargo, tomando como parámetro las acreencias con respecto a GIP, se verifica que la exposición a través de derivados es por montos marginales en comparación con la exposición directa a través de la tenencia de instrumentos de deuda (ver Gráfico 13).

Más allá de las exposiciones directas a la deuda soberana, la situación de los bancos europeos también se ve comprometida por las acreencias con los sistemas financieros y el sector no financiero de las economías vulnerables, que son mayores a las mencionadas en primer lugar. Así, por ejemplo, mientras la exposición de los bancos europeos a la deuda del sector público de GIP (excluyendo la de los bancos de los mismos países a su propio soberano) asciende a casi €75.000 millones, su exposición a bancos de estos tres países asciende a casi de €90.000 millones (ver Tabla 2). Esto ayuda a explicar la persistencia de los temores con respecto a la situación de los bancos y la posibilidad de contagio a través de los mercados financieros. Por su parte, la exposición de los bancos al sector privado no financiero de GIP acrecienta el problema en forma considerable, al ampliar la exposición total (sector público, bancos y sector privado no financiero) a un monto por encima de los €500.000 millones (equivalente a un 37% del PIB

Gráfico 13 / 10 sistemas financieros con mayor exposición a deuda soberana de GIP en balance y fuera de balance (derivados)



Los datos entre paréntesis indican la cantidad de entidades financieras de cada país que reporta información.

Fuente: EBA.

Tabla 2 / Exposición de sistemas financieros extranjeros a Grecia, Irlanda y Portugal (Montos en millones de euros – Datos a diciembre de 2010)

	Total	Sector público	Bancos	Empresas	No asignados	Otras exposiciones
Total	605.563	80.912	104.162	419.574	914	277.621
Europa	529.407	74.717	89.565	364.210	915	174.557
Francia	84.643	20.309	12.180	52.154	0	29.849
Alemania	140.876	25.105	34.728	81.043	0	44.908
Reino Unido	129.741	7.544	19.072	103.123	1	51.494
España	71.444	6.793	6.346	58.305	0	18.392
Bélgica	23.059	3.603	1.612	17.726	118	1.722
Suiza	14.779	954	3.887	9.413	525	7.099
Italia	16.181	2.725	3.393	9.862	201	11.840
Resto del mundo	76.156	6.195	14.597	55.365	-1	103.064
Estados Unidos	47.470	3.582	11.623	32.265	0	96.662
Japón	18.303	2.033	1.944	14.326	0	1.473

Nota: corresponde a exposiciones asignadas al país donde el riesgo finalmente recae. Los datos cubren instrumentos en los balances y fuera del balance (derivados, etc.).

Fuente: BIS.

de Europa excluyendo a GIP). Aunque el deterioro de la cartera destinada al sector privado sería más indirecto, dependiendo del mantenimiento de un escenario de sostenida erosión en las condiciones macroeconómicas de estos países, los montos involucrados reflejan que un eventual derrame de los efectos de la crisis de la deuda soberana a la economía real magnificaría fuertemente la dimensión del problema.

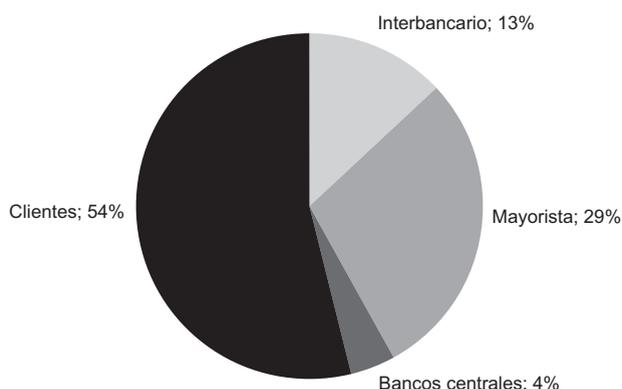
III.2. Vulnerabilidad del fondeo de los bancos europeos

Mientras que la continua erosión de los mercados de deuda soberana en Europa tiene un efecto directo sobre el valor del activo de los bancos de la región, la posibilidad de que este deterioro siga profundizándose y termine afectando a la generalidad de los mercados financieros se potencia en función de las vulnerabilidades que presenta la estructura de fondeo de los mencionados bancos. Esto se debe a que una parte considerable del fondeo es de naturaleza mayorista y de corto plazo (o con importantes vencimientos en los próximos años). Así, la dependencia de este fondeo –con costo más sensible a cambios en la calidad percibida del deudor y a la situación general del mercado– incrementa la probabilidad de que –ante un escenario aún más adverso– los bancos pasen a tener problemas

serios de liquidez, exacerbando a su vez el deterioro de los mercados. La preocupación por este tipo de dinámicas se justifica en función de los problemas evidenciados en la crisis internacional 2008-2009, que a su vez motivó la introducción de requerimientos por riesgo de liquidez entre las reformas planteadas en el marco de Basilea III (BIS, 2010). Estas reformas plantean la introducción de un Ratio de Cobertura de Liquidez que asegure el mantenimiento de un nivel de activos líquidos de alta calidad que permita enfrentar escenarios de tensión de por lo menos un mes y un Ratio de Fondo Estable Neto que incentive el mantenimiento de una base de fondeo estable. Estas medidas están en período de observación.

Según información provista en el marco del ejercicio de pruebas de tensión para los bancos europeos publicado este año, aunque para el agregado de la muestra de entidades participantes los depósitos tienen la principal ponderación en la estructura de fondeo (ver Gráfico 14), las fuentes usualmente categorizadas como mayoristas (incluyendo al mercado interbancario) explican casi el 40% del total a fines de 2010.³⁰ A esto se le suma casi un 5% del fondeo explicado por las líneas del BCE. Estas cifras son similares a las estimadas por el FMI para mediados de 2010 (ver Gráfico 15),³¹ verificándose que: a) la dependencia de los bancos europeos del fondeo mayorista es mayor que para otros sistemas financieros

Gráfico 14 / Estructura de fondeo de bancos europeos a diciembre de 2010



Fuente: European Banking Authority en base a información de 90 entidades.

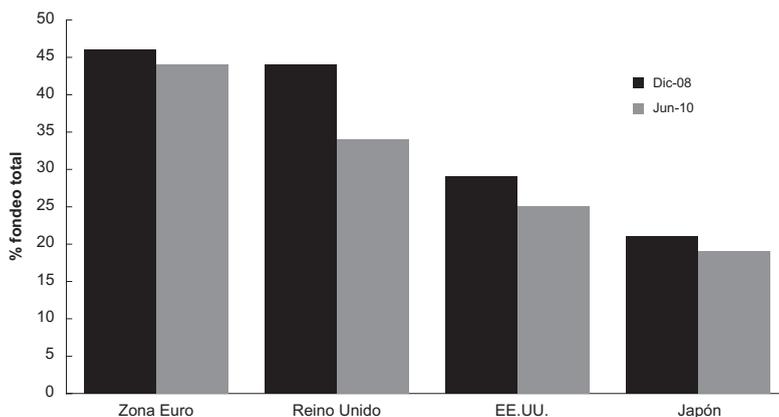
³⁰ Ver European Banking Authority (2011).

³¹ Ver *Global Financial Stability Report* (abril de 2011), capítulo 1, sección C.

como los de Estados Unidos y Japón; y b) si bien luego de la crisis 2008-2009 se observó una merma generalizada en la dependencia del fondeo mayorista (acompañando el movimiento hacia un menor apalancamiento y ciertos esfuerzos por incrementar la base de fondeo a través de depósitos), para los bancos europeos este ajuste ha sido menos profundo.³²

Además de representar una parte importante de la estructura del pasivo de los bancos europeos, el fondeo mayorista es mayormente a corto plazo. Aunque esto implica beneficiarse de un contexto de tasas de interés aún en niveles relativamente bajos (pese a que el BCE comenzó este año un ciclo ascendente en su tasa de interés de referencia), la necesidad de refinanciamiento constante incrementa el riesgo de que, en un escenario de mayor deterioro, el rápido cambio en las tasas de interés pase a erosionar directamente la rentabilidad de los bancos en la medida en que estén fondeando activos a mayor plazo. Así, según los datos presentados para las pruebas de tensión de los bancos en 2011, a fines de 2010 un tercio del total de fondeo mayorista e interbancario tenía un plazo de hasta tres meses y

Gráfico 15 / Dependencia al fondeo mayorista en sistemas financieros seleccionados



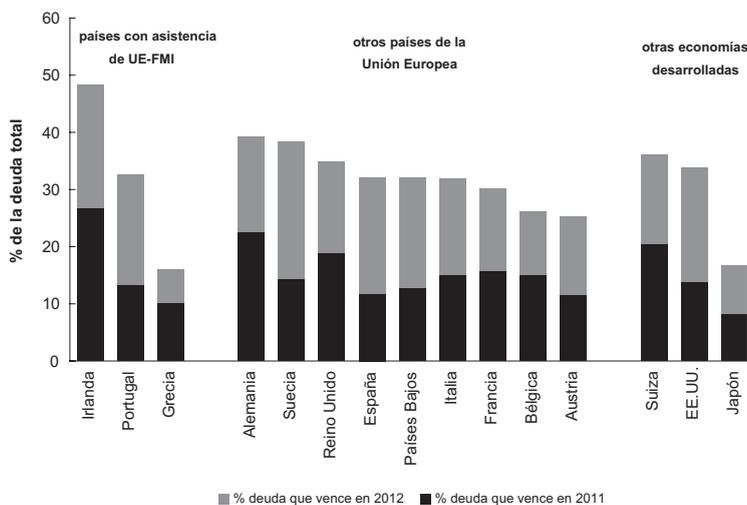
Fuente: FMI, Global Financial Stability Report de abril de 2011.

³² Para evitar la dependencia del fondeo mayorista, en algunos países se ha incrementado la competencia entre los bancos para atraer depósitos minoristas (lo que se evidencia en tasas de interés crecientes para los depósitos en economías como España y Grecia). Sin embargo, la evolución de los depósitos en los diferentes países no ha sido homogénea.

casi la mitad vencía en los 12 meses siguientes. En lo que respecta específicamente a la deuda de los bancos, según cálculos del FMI, aunque la generalidad de los bancos europeos debe encarar importantes vencimientos en los próximos años, la situación es heterogénea (ver Gráfico 16). En tal sentido, casos extremos como el de los bancos de Irlanda contrastan con situaciones más holgadas en lo que respecta a esta variable (como la de los bancos griegos).

En lo que respecta al fondeo a través del mercado de mayor plazo, hasta el momento la evolución ha sido irregular, en un contexto marcado por un incremento en la colocación de deuda soberana, sin que quede en claro hasta qué punto puede llegar a verificarse un proceso de *crowding out* en el futuro. Las colocaciones de bonos del sector financiero en los mercados de deuda en euros crecieron –en términos brutos– en el marco de la crisis financiera 2008-2009.^{33,34} Este incremento estuvo en buena parte vinculado a la emisión de bonos con garantías gubernamentales. En 2010 las emisiones brutas se fueron atemperando (aunque

Gráfico 16 / Vencimiento de deuda de bancos de economías desarrolladas



Fuente: FMI en base a Bloomberg, sobre una muestra de bancos seleccionados.

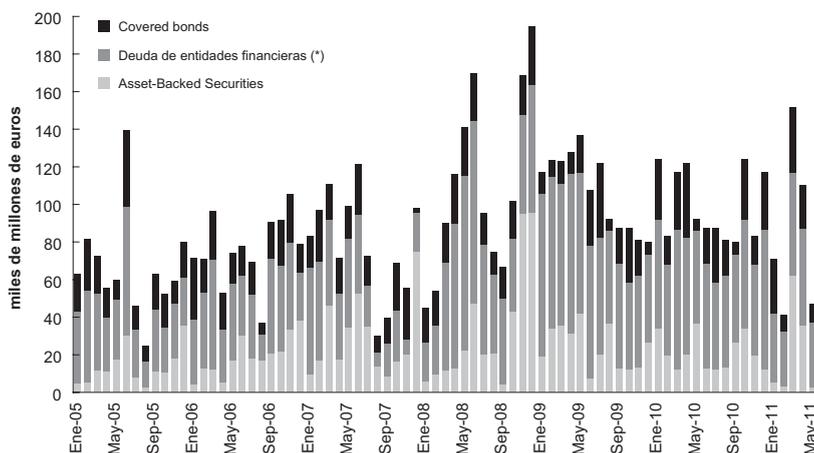
³³ Sin embargo, según datos del BIS correspondientes a la deuda del sector bancario, en términos netos en 2010 la emisión registra una merma con respecto a los valores observados antes de la crisis 2008-2009.

³⁴ Los datos analizados, publicados por la Comisión Europea, incluyen colocaciones del sector no efectuadas por bancos (por ejemplo, compañías de seguros).

se mantuvieron en niveles por encima de los observados antes de la crisis financiera internacional), tendencia que se sostuvo en el primer semestre de 2011. Por su parte, los *covered bonds* (bonos garantizados con activos de alta calidad en cartera de los bancos, usualmente a mediano/largo plazo) mantuvieron cierto dinamismo (ver Gráfico 17), con un incremento en las colocaciones hacia 2010. Se destaca que, según el BCE (BCE, 2011a), a principios de 2011 las colocaciones de deuda tradicional estaban concentradas en operaciones de grandes grupos bancarios, mientras que en el caso de la deuda con garantías las colocaciones eran explicadas por un conjunto más amplio de bancos, que incluía tanto a grandes grupos financieros como a entidades de tamaño mediano o más pequeño. Aunque los *covered bonds* constituyen una alternativa atractiva para conseguir financiamiento a bajo costo y por mayor plazo, su emisión implica tener una cartera de activos tal que permita la sobre-colateralización necesaria para poder conseguir una alta nota al momento de emitir.

Con respecto al fondeo de menor plazo, se observó en el marco de la crisis de la deuda europea un mayor dinamismo del fondeo garantizado, en contraposición al no garantizado. Así, en el caso del mercado de pases (*repo*) se evidenció cierta recuperación a partir de 2010 (luego del impacto negativo sufrido durante el pico de la crisis financiera de 2008-2009), aunque los montos mantuvieron

Gráfico 17 / Colocaciones en mercados de deuda denominada en euros (Instrumentos con plazo mayor a un año – Componentes seleccionados)

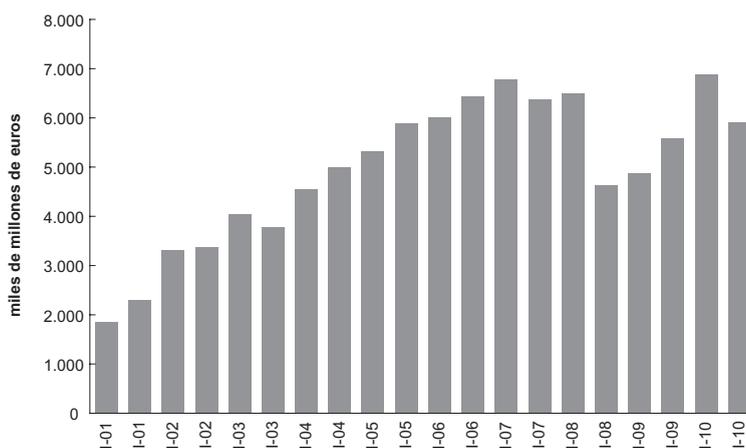


Fuente: Comisión Europea.

(*) incluye entidades que no son bancos (compañías de seguros, etc.).

un comportamiento volátil. Según datos de la *International Capital Markets Association* (2011), a fines del primer semestre de 2010 –coincidiendo con el primer pico de tensión de la crisis de la deuda en Europa– se registró un fuerte avance en el saldo de operaciones de pases activos y pasivos vigentes, aunque en la segunda mitad del año el monto pasó a deteriorarse (ver Gráfico 18). Por su parte, la emisión de papeles de corto plazo evidenció una evolución mixta en 2010, aunque se destacó un incremento en la emisión de certificados de depósito.³⁵ En el caso de la emisión de papeles de corto plazo, existen casos importantes de bancos que no se fondean en moneda local sino en dólares, por ejemplo, a través de fondos de *money markets* norteamericanos (ver Deutsche Bundesbank 2010). Esto podría generar problemas si estas fuentes de financiamiento en dólares se viesan comprometidas, obligando a recurrir a alternativas como el mercado de *swaps* de monedas.³⁶ Finalmente, el financiamiento interbancario continuó cayendo (tras registrar picos en 2008), en la medida en que la mayor preocupación por el riesgo de contraparte llevó a que sólo se prestase a bancos con alta calificación (que usualmente no son grandes demandantes en el mercado de corto plazo no asegurado).³⁷ En este caso, en la segunda

Gráfico 18 / Saldos vigentes en el mercado europeo de *repo*



Datos a fines de cada semestre.

Fuente: encuesta de ICMA.

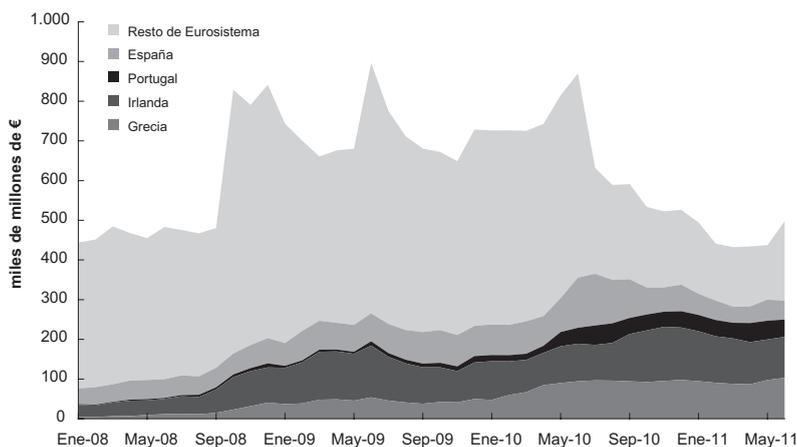
³⁵ La rotación en el mercado secundario también mejoró fuertemente, aunque este comportamiento no habría sido homogéneo (con merma en la liquidez de los papeles de bancos de economías “periféricas”).

³⁶ Los *spreads* para *swaps* de euro-dólar a tres meses se ampliaron fuertemente en agosto.

mitad del año los *spreads* sobre tasas de interés de menor riesgo –usualmente asociados a una mayor percepción de riesgo entre las entidades financieras– pasaron a mostrar una clara tendencia positiva, intensificando los temores con respecto al potencial de deterioro de los *money markets* y sus eventuales efectos sobre las entidades bancarias.

En el caso de los bancos de GIP (con alta exposición a la deuda soberana local y, por lo tanto, alto riesgo percibido), dada la imposibilidad de ampliar la base de depósitos minoristas en la mayoría de los casos y en tanto el acceso al mercado mayorista se volvió casi prohibitivo, se generó una mayor dependencia de las líneas de liquidez del BCE. En efecto, mientras que el saldo agregado de estas líneas se viene contrayendo desde mediados de 2010, los montos para bancos de Grecia, Irlanda y Portugal han tendido a crecer (ver Gráfico 19). Así, el financiamiento a los bancos de estos tres países, que a mediados de 2010 explicaba casi una cuarta parte del total, un año después representaba más de la mitad. Las dudas con respecto a la sustentabilidad de esta situación se han visto agravadas en función de las propuestas de participación del sector privado en el nuevo paquete de asistencia a Grecia (modalidad que podría repetirse si eventualmente

Gráfico 19 / Financiamiento del BCE a sistemas financieros de Europa (operaciones de refinanciamiento y operaciones de largo plazo)



Fuente: BCE y bancos centrales nacionales.

³⁷ Ver el “Euro money market study” de diciembre de 2010 (BCE).

otros países requiriesen más ayuda).³⁸ En la medida en que esta participación, aunque voluntaria, implique un episodio de cesación de pagos –según las calificadoras de riesgo– el acceso de los bancos a este tipo de financiamiento podría verse condicionado, dadas las exigencias existentes en materia de garantías para estas líneas.³⁹ Sin embargo, es esperable que en un escenario de cesación de pagos se implementen medidas para contener la situación. De hecho, en el anuncio del nuevo paquete de medidas las autoridades europeas explicitaron que eventualmente se intervendría para mejorar la calidad del colateral, con el fin de evitar que se interrumpa su uso por parte de los bancos griegos para acceder a las facilidades de liquidez del Eurosistema.

III.3. Rentabilidad y solvencia

En 2010, cuando se desató la crisis de la deuda, los bancos venían avanzando lentamente en un proceso de desapalancamiento y mejora en los ratios de solvencia (ver Gráfico 20), al tiempo que evidenciaban una progresiva recuperación en los resultados (todavía en niveles por debajo de los observados antes de la crisis 2008-2009). Sin embargo, el proceso de desapalancamiento se venía dando con menor dinamismo que, por ejemplo, en los Estados Unidos.⁴⁰ Se trata de un proceso en marcha que requerirá medidas adicionales en función de los desafíos que implica la situación imperante.

Aunque el avance en los ratios de solvencia hasta 2010 fue generalizado, existen diferencias a nivel país (ver Gráfico 21).⁴¹ Así, los ratios del capital de mayor calidad (*Tier 1* en porcentaje de los activos ponderados por riesgo) de los sistemas

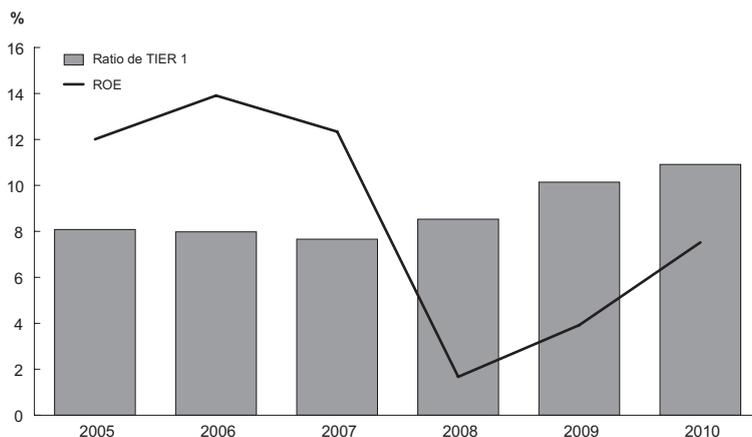
³⁸ El BCE, que esperaba ir implementando hacia fines de 2010 una estrategia de salida de las políticas de estímulo instrumentadas en respuesta a la crisis financiera internacional, ha ido relegando el levantamiento de medidas específicas (por ejemplo, las líneas de refinanciamiento con asignación completa hasta tres meses de plazo).

³⁹ En el marco de la crisis el BCE modificó su criterio de elegibilidad de colateral para atender a las particularidades del caso griego. En términos más generales, el deterioro de los títulos públicos afecta la capacidad de fondeo de los bancos dada su utilización en diversos tipos de operaciones (además del financiamiento a través de los bancos centrales, operaciones de pase, garantías para *covered bonds*, garantías para operaciones con derivados) que pueden generar pedidos de mayores garantías (*margining calls*) o verse dificultadas por la exigencia de mayores aforos (por ejemplo, las establecidas por LHC.Clearnet a lo largo de 2010 y 2011). Ver BIS – CFGS (2011).

⁴⁰ Ver FMI 2011a (capítulo 1) y FMI 2011b (apartado sobre “*Deleveraging in the Euro Area*”).

⁴¹ Las entidades tendieron a implementar medidas para mejorar su solvencia tanto para continuar recomponiéndola luego del pico de la crisis financiera internacional como para ir apuntalando la posición teniendo en cuenta los cambios que implicará la implementación de los criterios de Basilea III. A esto se le suman medidas específicas requeridas para atender casos más críticos (por ejemplo, en España). En igual sentido, la gradual recomposición de la rentabilidad de los bancos contribuyó con la mejora en la solvencia.

Gráfico 20 / Rentabilidad y solvencia de grupos bancarios grandes y complejos en Europa



Ratios en promedio ponderado.

Fuente: BCE.

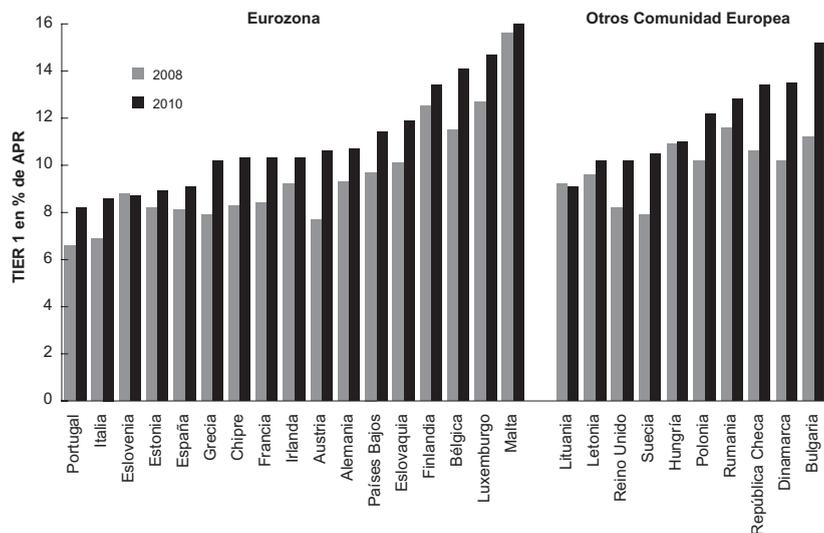
financieros de países como Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia están por debajo de la mediana para toda la región (sobresaliendo el caso portugués, con los ratios más bajos de la muestra).⁴² Por otra parte, los ratios de España e Irlanda son los que menos se recompusieron desde 2008.

El gradual y continuo incremento de estos ratios obedeció a los esfuerzos para incrementar el capital (colocación de acciones en el mercado), los aportes realizados por diversos gobiernos para mejorar la solvencia de sus sistemas financieros, la conversión de componentes del capital de menor calidad (por ejemplo, instrumentos híbridos) y a la retención de utilidades.⁴³ Con respecto a este último factor, la rentabilidad de los bancos tendió a mejorar en 2010 con respecto a los niveles deprimidos de 2008-2009, aunque continúa por debajo de lo observado antes de la crisis. La gradual mejora en la rentabilidad en 2010 se debió en buena parte a la disminución en las provisiones por pérdidas crediticias (acompañando al proceso de recuperación económica), que fue sólo parcialmente compensada

⁴² Datos a junio de 2011, en base a las tablas de *Statistics on Consolidated Banking Data* disponibles en la página web del BCE.

⁴³ Los instrumentos híbridos combinan características propias de las acciones con otras propias de la deuda. Un ejemplo de este tipo de instrumentos son las acciones preferidas.

Gráfico 21 / Ratios de capitalización (Tier 1)



APR son los activos ponderados por riesgo.

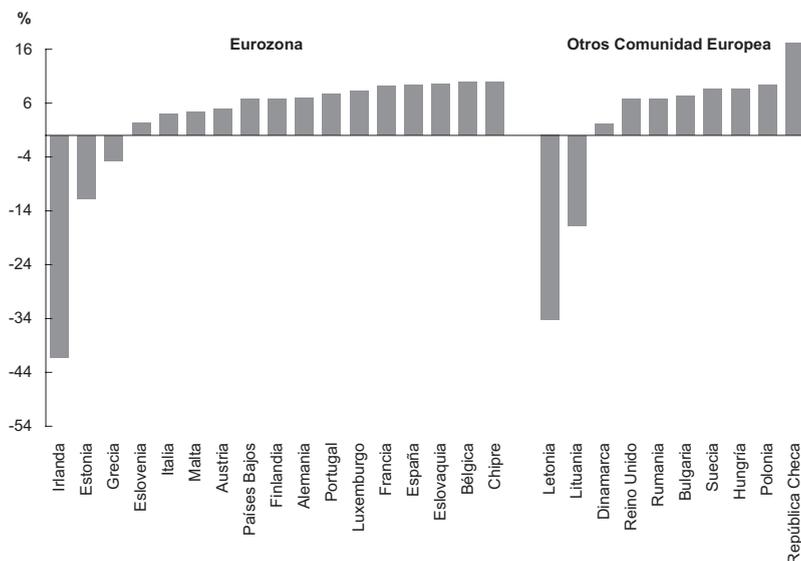
Fuente: BCE.

por mayores provisiones vinculadas a la exposición a la deuda de gobiernos europeos en situación vulnerable. Por su parte, los resultados por intereses mostraron un comportamiento más bien volátil, mientras que los ingresos por compra-venta de activos financieros y las comisiones continuaron en niveles deprimidos. La situación de los bancos por país hasta 2010 muestra una importante dispersión. Así, los bancos de Grecia e Irlanda presentan ROE negativos que están entre los peores de toda la Comunidad Europea (ver Gráfico 22). Finalmente, aunque no se cuenta aún con datos agregados, el agravamiento de la crisis en 2011 impactó negativamente sobre la rentabilidad de los principales bancos europeos (aunque con excepciones), tanto en términos de los datos observados como de las perspectivas.⁴⁴

Con una perspectiva a futuro, las pruebas de tensión coordinadas por la *European Banking Authority*, que fueron publicadas en julio de 2011 en base a información de balances de fines del año anterior, implicaron que de 90 bancos analizados

⁴⁴ Según datos recopilados por Bloomberg, el deterioro fue más marcado para los bancos de Grecia, Portugal, España, Italia y Bélgica. En los casos de Francia, Suiza y el Reino Unido la evolución fue más heterogénea.

Gráfico 22 / Ratios de rentabilidad (ROE) - 2010



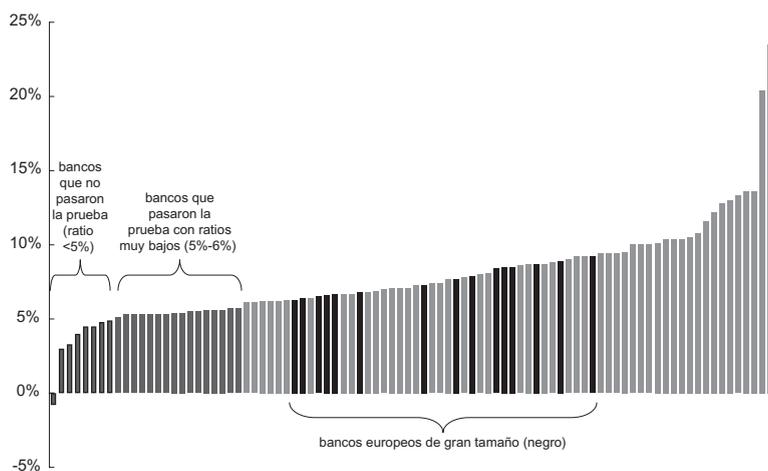
Fuente: BCE.

sólo 8 entidades (ninguna de gran tamaño) debieran incrementar capital por un monto total de €2.500 millones.⁴⁵ A esto se le sumó el caso de 16 bancos más que pasaron las pruebas de tensión con ratios muy bajos (ver Gráfico 23), sugiriendo a las autoridades bancarias de cada país que solicitaran a estas entidades el mejoramiento de su posición de capital. Dado que los montos que se venían estimando de capital adicional necesario eran muy superiores a los que resultaron de las pruebas, hubo varias críticas con respecto al ejercicio realizado, en particular a los supuestos utilizados al momento de diseñar los escenarios de tensión (por ejemplo, no preveían una eventual cesación de pagos por parte del gobierno griego).

Estas pruebas deben ser interpretadas en el marco del proceso de crisis por el que está atravesando Europa y en función de las estrategias implementadas en el proceso de negociación con las entidades financieras. En tal sentido, el ejercicio brindó mayor información con respecto a la exposición de cada banco a la deuda de diferentes gobiernos, posibilitando a los agentes del mercado

⁴⁵ Entidades con ratio de capital *Tier 1* sobre activos ponderados por riesgo por debajo de 5% en el escenario de tensión.

Gráfico 23 / Pruebas de tensión: ratios de capital en el escenario más adverso (Tier 1 en % de activos ponderados por riesgo)

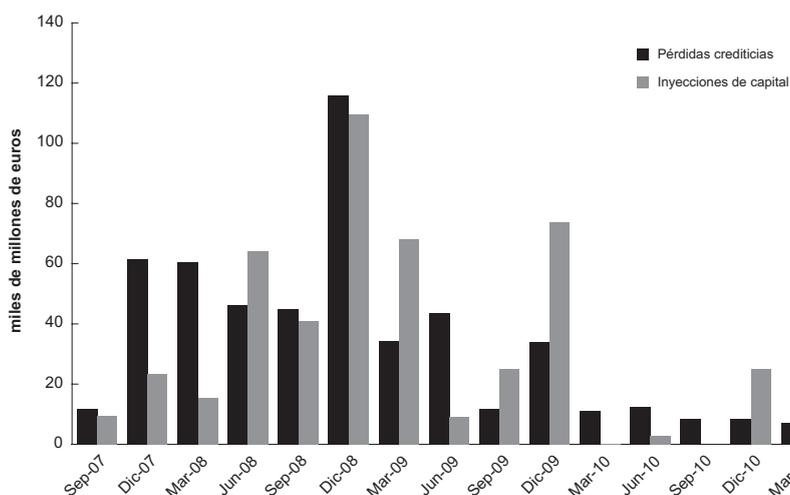


Fuente: EBA.

realizar un análisis pormenorizado de los efectos de eventuales reestructuraciones de deuda siguiendo supuestos *ad hoc*. Así, en línea con lo ocurrido en el marco del anterior ejercicio de pruebas de tensión homogéneas para toda Europa (ver Gráfico 24), su realización y la presentación de los resultados actúa como catalizador para que los bancos mejoren su posición de capital (más allá de los requerimientos específicos que surgen de la evaluación). Por ejemplo, recogiendo el efecto de diversos factores, a fines de 2010 y a comienzos de 2011 se registró un renovado incremento en las inyecciones de capital en los bancos europeos, aunque por niveles muy por debajo de los registrados durante 2008-2009.

A pesar de esto, la crisis de la deuda ha generado dudas con respecto a la solvencia de los bancos y se estima que es necesario avanzar en la recapitalización del sector. En este sentido, con posterioridad a la presentación de las pruebas de tensión, diversos agentes de mercado publicaron cálculos de la magnitud de las necesidades de capitalización de los bancos europeos en función de su exposición a la deuda soberana de economías en problemas. Estos cálculos, basados en supuestos heterogéneos acerca de las posibilidades de *default* para cada país, las quitas que implicarían en la deuda y el ratio de

Gráfico 24 / Pérdidas crediticias e inyecciones de capital en bancos europeos



Las pérdidas crediticias abarcan cargos por préstamos, pérdidas por activos, etc.

Fuente: Bloomberg.

capital mínimo objetivo, llegan a un monto estimado de necesidades que va desde €25.000 millones hasta más de €100.000 millones.⁴⁶

IV. Percepción de riesgo en el mercado

La crisis de la deuda ha tenido un impacto heterogéneo sobre los sistemas financieros de los diferentes países de Europa, en buena parte debido a los distintos grados de exposición al problema de base y a las disparidades preexistentes en lo que respecta a la solidez de los bancos en cada país. La presión estuvo en un primer momento focalizada en los bancos de GIP y España. Así, desde que se desató la crisis los sucesivos recortes en las calificaciones soberanas de estos países fueron seguidos por rebajas en las notas de los bancos locales, afectando su costo de fondeo y las condiciones de acceso a los mercados.⁴⁷

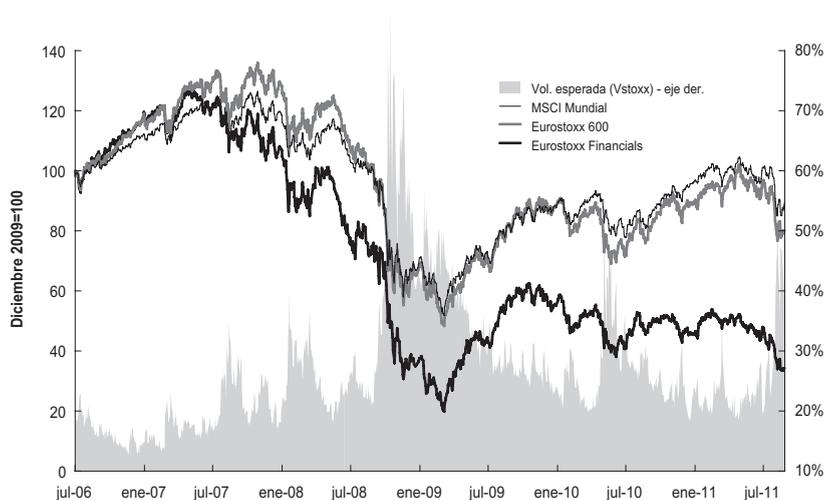
⁴⁶ En base a una muestra de cálculos que incluyen los hechos por entidades como Deutsche Bank, Morgan Stanley, JP Morgan y Bank of America-Merrill Lynch.

⁴⁷ En el caso de Irlanda la problemática de los bancos fue anterior y terminó implicando ella misma el deterioro de las perspectivas para la deuda soberana.

Sin embargo, los bancos de los países mencionados muestran diferencias, destacándose la mayor fortaleza relativa de los de Portugal y, en mayor medida, España.⁴⁸ En este último caso, por ejemplo, las entidades financieras de gran porte muestran calificaciones todavía muy por encima del límite de grado de inversión. Por su parte, las perspectivas de los bancos con alta exposición a las economías en problemas también se vieron afectadas a medida que la situación se iba deteriorando. Así, a mediados de 2011 Moody's puso en revisión – para una eventual rebaja en la calificación– a varios de las principales entidades bancarias de Francia.⁴⁹

En este contexto, las cotizaciones de las acciones de los bancos, que habían logrado recomponerse parcialmente luego del derrumbe observado durante 2008 y principios de 2009, frenaron su tendencia positiva y comenzaron a debilitarse a principios de 2010 (ver Gráfico 25). La tendencia negativa no fue sostenida sino que –acompañando a los índices generales de renta variable para Europa y a nivel global– mostró un patrón cambiante a lo largo del tiempo, en función de los

Gráfico 25 / Índices bursátiles y volatilidad esperada



Índices expresados en dólares.

Fuente: Bloomberg.

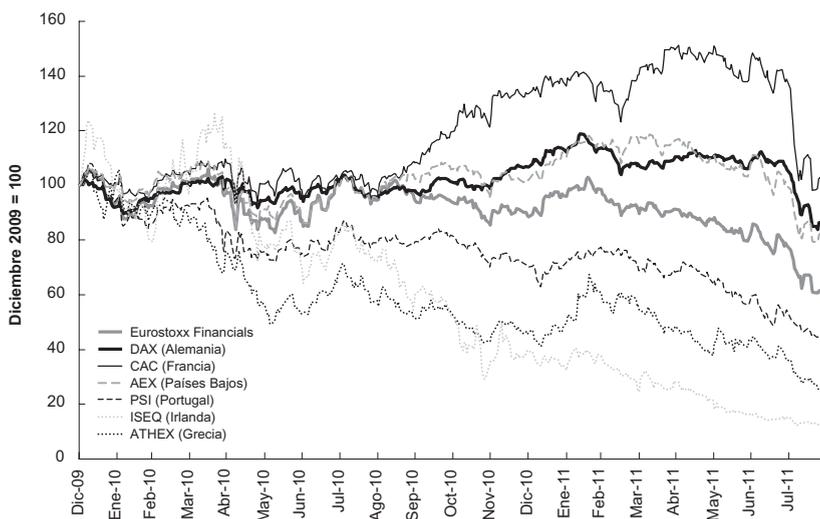
⁴⁸ Más allá de los problemas específicos de las cajas de crédito españolas.

⁴⁹ Los temores con respecto a las entidades francesas se acrecentaron fuertemente en agosto de 2011, frente a especulaciones sobre una posible baja en la calificación de la deuda soberana del mismo país.

altibajos en la preocupación con respecto a la situación en Europa (que se intensificaron en julio-agosto de este año) y en los Estados Unidos. Así, a partir de 2011 se observa una brecha cada vez más amplia entre las cotizaciones de la generalidad de las acciones europeas y las del sector financiero, en función de la agudización de los temores con respecto a la situación de los bancos en particular y la posibilidad de que se verifique un escenario de contagio generalizado a través de los mercados financieros.

La evolución de las acciones de los bancos muestra un comportamiento diferencial por tipo de bancos que también ha ido variando a través del tiempo. Los bancos de GIP, cuyas perspectivas están estrechamente ligadas a las de los soberanos (como lo evidencia, por ejemplo, la rebaja en sus calificaciones siguiendo a los recortes en las notas soberanas), registraron en lo que va de la crisis una erosión mucho más marcada que la observada para el resto de los bancos de la zona del euro (ver Gráfico 26), con mermas de entre 90% (Irlanda) y 55% (Portugal) desde fines de 2009, en un período en que el Eurostoxx 600 financiero se contrajo 40%. Por su parte, las acciones del sector financiero en las economías de gran porte (Alemania, Francia) presentaron un desempeño acumulado mejor al del agregado de las acciones del sector financiero para toda Europa en igual período.

Gráfico 26 / Índices bursátiles de Europa – Sector financiero

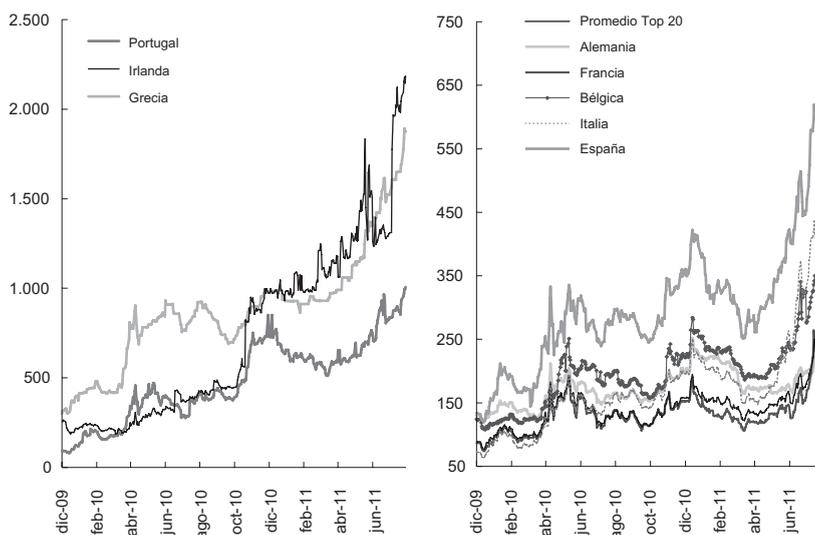


Fuente: Bloomberg.

Sin embargo, más recientemente su ritmo de deterioro se ha intensificado. Esto fue particularmente notorio en el caso francés durante agosto de 2011, en un contexto de fuerte incremento en la aversión al riesgo, tal como lo evidencia el índice de volatilidad esperada para el agregado de las acciones europeas (que volvió a niveles que no se veían desde mediados de 2010).

En lo que respecta a los *spreads* de deuda, para los bancos de países en situación más vulnerable los precios de los CDS pasaron a estar fuertemente correlacionados con los de los títulos públicos (ver Gráfico 27). En el caso de los bancos de GIP el nivel de los precios (cerca de o por encima de 1.000 p.b.) está revelando la percepción de que existen altas posibilidades de que haya un evento crediticio para la deuda de estas entidades en los próximos años.⁵⁰ El riesgo asociado a bancos de España, Italia, Bélgica y –en menor medida– Francia, también muestra un fuerte incremento. Sin embargo, mientras que en el caso de los bancos españoles ya desde inicio de la crisis los *spreads* se despegaron claramente

Gráfico 27 / CDS de principales bancos europeos por país (*spreads* en puntos básicos)



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg.

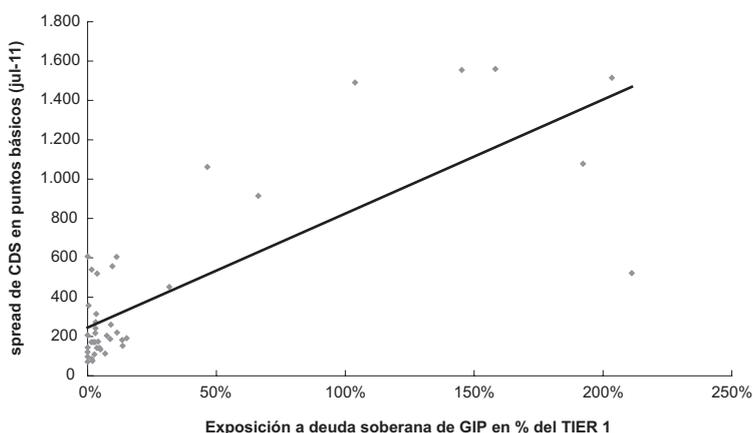
⁵⁰ En el marco de la operatoria de CDS se define como evento crediticio a la ocurrencia de un hecho (por ejemplo, incumplimiento o retraso en los pagos) que activa la protección brindada por el contrato.

de los del resto de los bancos de economías grandes de Europa, en el caso de los bancos italianos este comportamiento se dio recién hacia mediados de 2011. Se destaca que los precios de CDS para los bancos europeos de mayor tamaño –en muchos casos, con presencia internacional–, recién superaron los 200 p.b. en agosto (a fines de ese mes estaban en torno a 250 p.b.). Aunque este nivel está muy por debajo de los observados para los bancos de GIP en promedio, es casi tres veces el *spread* que estos bancos de gran tamaño registraban a fines de 2009, evidenciando el deterioro del riesgo percibido con respecto a estas entidades.

A nivel de entidad, por su parte, se verifica cierta discriminación en función de la exposición de cada banco a las economías en situación más vulnerable. Teniendo en cuenta a los bancos que participaron de las pruebas de tensión y que al mismo tiempo cuentan con CDS sobre su deuda cotizando en los mercados, se observa una relación positiva entre el costo de asegurarse a través de CDS y la exposición de los bancos a GIP en porcentaje del capital (ver Gráfico 28).

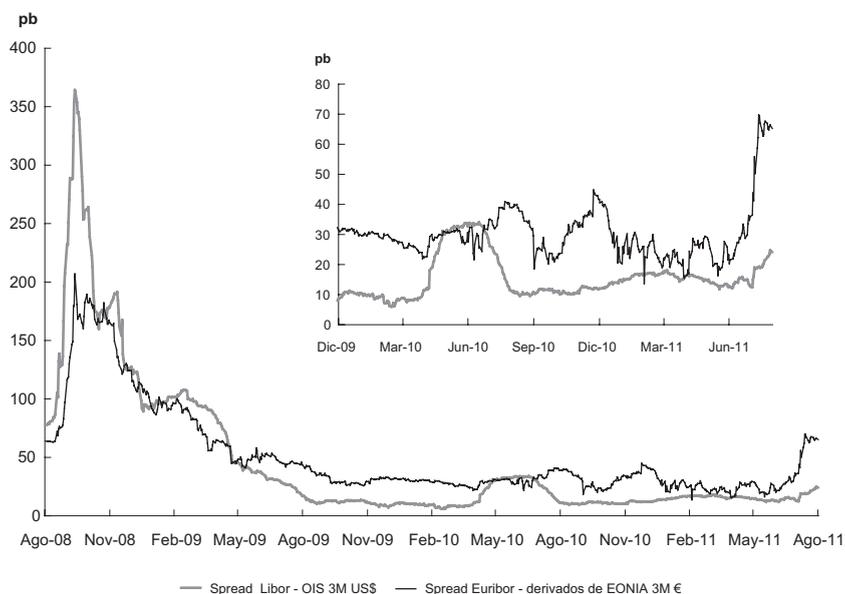
El mayor riesgo percibido (tal como lo evidencia la evolución de los precios de los CDS) introdujo una mayor volatilidad en los *spreads* del mercado interbancario tanto en euros como en dólares a partir del segundo trimestre de 2010, aunque recién en agosto de 2011 se verificó un fuerte incremento para esta variable en

Gráfico 28 / Exposición a GIP y *spreads* de CDS de bancos europeos



euros. Así, la Euribor a 3 meses (el plazo de referencia) a fines de agosto mostraba *spreads* sobre tasas de interés consideradas libres de riesgo que eran casi dos veces y media el promedio registrado durante el primer semestre de 2011. Aunque estos indicadores se mantuvieron por debajo de los picos observados en el marco de la crisis financiera de 2008-2009 (ver Gráfico 29), no se descarta la posibilidad de una profundización de esta tendencia, con eventual disrupción de la actividad del mercado interbancario.

Gráfico 29 / *Spreads* de tasas interbancarias



Fuente: Bloomberg.

V. Conclusiones

La situación vulnerable de la deuda de varios países de la zona del euro, su vínculo con el sector financiero (a través de diversos factores interconectados que amplifican la posibilidad de contagio) y los desafíos que esto genera en materia de estabilidad financiera en un contexto de crecimiento en vías de recomposición, implican un riesgo para la consolidación del proceso de recuperación tras la crisis financiera internacional y configura importantes desafíos en materia de política económica.

Así, en lo que respecta a la crisis de la deuda en la zona del euro, si bien se han concretado importantes avances en materia de coordinación y enfoque (hasta reconocer, más recientemente, la necesidad de llevar a cabo acciones concretas que reduzcan la carga de la deuda en las economías en situación más comprometida), las medidas implementadas hasta el momento por parte de las autoridades no terminan de representar una solución de fondo al problema de la sustentabilidad de la deuda en Europa. Al optarse por una estrategia que implica generar las condiciones para que la situación se vaya normalizando en forma gradual, se mantiene una configuración de riesgos que genera incertidumbre y que podría decantar en la materialización de escenarios de inestabilidad a nivel sistémico. En particular, no queda en claro si los problemas se acotarán a economías de menor tamaño relativo (como GIP) o si terminarán comprometiendo la estabilidad de la deuda de economías europeas grandes.

En este contexto, a pesar de la mayor transparencia que introdujeron las pruebas de tensión y de las medidas anunciadas recientemente (que en el caso de los bancos incluyen, por ejemplo, la disponibilidad de fondos oficiales para capitalizar entidades), se mantienen dudas con respecto a ciertos bancos europeos y, en la medida en que persiste la posibilidad de problemas sistémicos, al sistema bancario europeo en su conjunto. La situación de los bancos más vulnerables se ve comprometida tanto por el lado del activo (exposición a deuda soberana y del sector privado de economías en problemas, eventuales efectos de segunda ronda en un contexto de mayor deterioro de los mercados financieros con impacto sobre un nivel de actividad económica en vías de recuperación) como del pasivo (con alta participación del fondeo mayorista, susceptible a verse fuertemente restringido en un escenario más adverso). Así, eventuales problemas de solvencia (que hacen que actualmente se estime que los bancos europeos necesitan inyecciones de capital mucho mayores a las requeridas por las pruebas de tensión elaboradas este año) y de liquidez en el sistema bancario pueden terminar propagándose, con potenciales efectos disruptivos para los mercados financieros de otras regiones (por ejemplo, en EE.UU.). En tal sentido, mientras que la situación de los bancos europeos es heterogénea (lo que a su vez ha generado una erosión dispar en las cotizaciones de mercado), en julio y agosto de 2011 se ha evidenciado un debilitamiento más marcado en forma generalizada, evidenciando el creciente riesgo percibido de que se materialice un nuevo escenario de inestabilidad en los mercados financieros.

En suma, es esperable que la situación en la zona del euro continúe siendo una fuente de volatilidad en los mercados, ya sea en períodos específicos (por ejemplo,

al acercarse los períodos de revisión de los programas ya implementados en países que han solicitado asistencia –sobre todo en casos como los de Irlanda y Portugal, dada la posibilidad de que deba ampliarse la ayuda a estos países–) o a lo largo del tiempo (si se profundiza la percepción de que la administración de la crisis por parte de las autoridades es defectuosa e ineficaz, con contagio creciente hacia economías de mayor tamaño). A su vez, este contexto de sostenida incertidumbre podría afectar las perspectivas macroeconómicas a nivel global, con efectos sobre el consumo y la inversión, dilatando así la consolidación del proceso de recuperación. Los efectos de la crisis internacional 2008/2009 constituyen un ejemplo claro de la posibilidad de que los disturbios en los mercados financieros se propaguen y terminen impactando sobre el nivel de actividad tanto en las economías en las que se originaron los problemas como en otras regiones, lo que obliga a redoblar los esfuerzos para evitar que los problemas actuales en la Eurozona se agraven y se vuelvan insostenibles.

Referencias

Banco Central Europeo (2010a); *EU Banking sector stability*, septiembre.

Banco Central Europeo (2010b); *Euro money market study*, diciembre.

Banco Central Europeo (2010c); *Financial Stability Review*, diciembre.

Banco Central Europeo (2011a); *Financial Stability Review*, junio.

Banco Central Europeo (2011b); *Monthly Bulletin*, julio.

Bank for International Settlements (2010); “Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring”, documento del Basel Committee on Banking Supervision.

Bank For International Settlements (2011a); *Quarterly Review*, marzo.

Bank For International Settlements (2011b); “The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions”, Committee on the Global Financial System (CGFS) Papers N° 43.

BCRA (2011); *Boletín de Estabilidad Financiera*, primer semestre.

Carrera, J. y F. Grillo (2010); “Apuntes de la crisis global: una segunda etapa de la crisis signada por la incertidumbre”, Ensayos económicos, BCRA, N° 57-58, enero–junio.

Council of the European Union (2011); “Statement by the heads of state or government of the Euro area and EU institutions”, 21 de julio.

Deutsche Bundesbank (2010); *Financial Stability Review*, noviembre.

European Banking Authority (2011); *EU-wide stress test aggregate report*.

Fondo Monetario Internacional (2011a); *Global Financial Stability Report*, abril.

Fondo Monetario Internacional (2011b); *Regional Economic Outlook: Europe*, mayo.

International Capital Markets Association (2011); *European repo market survey*, N°29, marzo.

Política monetaria de los principales bancos centrales durante la crisis 2007-2011

Nerina Reyna

Carlos F. Suárez Dóriga

Matías Vicens*

Banco Central de la República Argentina

Resumen

La quiebra de Lehman Brothers hizo necesaria la implementación de medidas de política monetaria no tradicionales por parte de los Bancos Centrales de los principales países desarrollados y emergentes, con un alto grado de coordinación, cooperación y pragmatismo que no encuentran paralelo en la historia, que evitaron la profundización de la peor recesión de posguerra. Por esto, la crisis constituye un caso de estudio respecto de la política monetaria sin ningún precedente histórico de similar magnitud. El trabajo busca servir al lector como una fuente de consulta respecto de las medidas implementadas por las autoridades monetarias. Para ello, se realiza un relevamiento detallado de estas medidas, concentrándonos en los momentos más álgidos de la crisis. Al cierre de este trabajo se estaría estableciendo un escenario económico internacional que podría hacer necesaria una nueva ronda de política monetaria no convencional que seguramente sea objeto de estudio en el futuro.

Clasificación JEL: E50, E52, E58, E59, F01.

Palabras clave: política monetaria, medidas no convencionales, crisis financiera internacional, bancos centrales, Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, países desarrollados y emergentes.

* Se agradecen los valiosos comentarios de Beatriz Biasone, Jorge Carrera, Gerardo Joffe, Diego Elías, Adriana Paz y Federico Grillo. También se agradece la colaboración, además de los ya mencionados, de Francisco Dabusti, Silvina Hoffman, Florencia Pampuro, Carmen Montero, Gabriela Losso y Laura Pasquini, sin cuyo entendimiento y paciencia no hubiera sido posible terminar el trabajo. Las opiniones vertidas en este artículo son de los autores y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: nerina.reyna@bcra.gov.ar, carlos.suarezdoriga@bcra.gov.ar, matias.vicens@bcra.gov.ar.

Monetary Policy of Main Central Banks during the 2007-2011 Crisis

Nerina Reyna

Carlos F. Suárez Dóriga

Matías Vicens

Central Bank of Argentina

Summary

Lehman Brothers' failure required the Central Banks of the main developed and emerging countries to implement non-traditional monetary policy measures with a degree of coordination, cooperation and pragmatism that finds no precedents in history so as to prevent the deepening of the worst post-war recession. For this reason, the crisis has turned to be a monetary policy case study with no historical antecedent of similar magnitude. The purpose of this paper is to provide the reader with a reference source about the measures implemented by the monetary authorities. To this effect, a detailed survey of these measures has been prepared, focused on the peaks of the crisis. At the time of completion of this paper, a new international economic context is setting up, which could eventually require a new round of unconventional monetary policy that will surely guarantee a future case study.

JEL: E50, E52, E58, E59, F01.

Key words: monetary policy, unconventional measures, international financial crisis, central banks, Federal Reserve, European Central Bank, Bank of England, developed and emerging countries.

I. Introducción

La crisis financiera internacional, que tuvo como primer disparador el inicio de los problemas con las hipotecas *subprime* en EE.UU., fue evolucionando como un evento del tipo “*snow ball*”. En septiembre de 2008, la quiebra de Lehman Brothers Holdings Inc. (LBH) fue la gota que rebalsó el vaso, y gatilló la mayor crisis económica-financiera internacional desde la gran depresión del 30.

En este sentido, las lecciones aprendidas de la crisis del 30, y la llamada década pérdida japonesa llevaron a que, ante la quiebra de LBH, los Bancos Centrales adoptaran una serie de medidas de política monetaria no tradicionales, mostrando un alto grado de coordinación, cooperación internacional y pragmatismo que no encuentran paralelo en la historia, y que evitaron que la peor recesión de posguerra se profundizara aún más. En efecto, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), el Banco de Inglaterra (BoE) y el Banco Central Europeo (ECB) redujeron y mantuvieron sus tasas de interés de política monetaria (TPM) en niveles históricamente bajos y adoptaron otras medidas más novedosas, conocidas como política monetaria no convencional.

En muchos casos, la necesidad de tomar medidas no convencionales estuvo asociada, en sus inicios, al agravamiento de la situación de *stress* en mercados financieros, vinculados a actividades específicas, que dejaron de cumplir adecuadamente su rol. Así, la función tradicional del Banco Central como prestamista de última instancia fue complementada con la de creador de mercado de última instancia.

Paralelamente, también dentro de las medidas no convencionales, los Bancos Centrales, en mayor o menor medida, tuvieron que modificar el tipo de contrapartes admitidas ya sea en sus líneas de asistencia financiera existentes, o creando nuevas líneas de liquidez, incorporando instituciones que previamente no hubiesen podido obtener acceso. También se amplió considerablemente la gama de activos admitidos como garantía y se prolongó el plazo de la asistencia. Estas medidas, como se analiza en la sección III.4, han tenido un enorme impacto tanto en el tamaño como en la composición de los balances de la FED, el BoE y el ECB.

Por lo mencionado anteriormente, esta crisis constituye un caso de estudio respecto de la política monetaria sin ningún precedente histórico de similar magnitud, no sólo por la implementación de medidas no convencionales, sino también por la dinámica de la crisis en las principales economías desarrolladas y emergentes.

El trabajo se centra en el análisis de las medidas de política tomadas por las autoridades monetarias. Se busca identificar las grandes etapas de la crisis y analizar cómo evolucionó en cada una de ellas la política monetaria en las principales economías, en paralelo con lo que sucedía en el mundo emergente. A los efectos de facilitar el análisis, se divide al grupo de Bancos Centrales que se estudia en bancos de países desarrollados y emergentes. Dentro de los primeros se busca brindar una descripción cronológica lo más completa posible de las medidas tomadas durante la crisis por la FED, el BoE y el ECB, por tratarse de los Bancos Centrales de las economías avanzadas que más activos estuvieron en la implementación de medidas de política monetarias no convencionales, y que tienen mayor peso en la economía mundial.^{1,2} En el caso de los países emergentes el análisis se concentra, principalmente, en las medidas que tomaron las autoridades monetarias de las principales economías emergentes de Asia y América Latina en respuesta a la coyuntura internacional. No obstante, no se analizan a estos grupos como compartimentos estancos, sino que al contrario, dentro de los mismos y luego en las conclusiones, se señalan los puntos en común de las políticas monetarias, y la sincronía o asincronía de la evolución macroeconómica entre y dentro de estos dos grupos.

En la sección II se hace un resumen de cómo era el esquema tradicional de la política monetaria en la FED, el ECB, y el BoE antes de la crisis, junto con una breve descripción de las respuestas de política monetaria de la FED ante la crisis *subprime* (hasta agosto de 2008). Luego en la sección III se analiza en detalle la política monetaria de los países desarrollados durante la crisis. En la sección IV se analiza la política monetaria de un grupo de países emergentes seleccionados. En el resumen final se intenta distinguir brevemente las principales características de las políticas monetarias detalladas en las secciones anteriores.

¹ Una posible excepción es el Banco Central de Suecia, Riksbank, que fue uno de los más creativos, estableciendo una **tasa de interés nominal negativa** para su facilidad de depósito, en -0,25%, entre agosto de 2009 e igual mes de 2010.

² La política monetaria del Banco de Japón (BoJ) no es analizada porque debería ser un caso de análisis de un trabajo aparte dedicado únicamente a este banco, dado que viene implementado toda una serie de medidas de política monetaria no convencional varios años antes que el surgimiento de esta crisis.

II. Esquema tradicional de la política monetaria en la FED, el ECB y el BoE

A los efectos de entender y mensurar los cambios de la política monetaria de estos tres bancos centrales ante la crisis, es necesario primero realizar una breve descripción de cómo realizaban política monetaria antes de la crisis.

II.1. Estados Unidos

La FED tiene un mandato por el cual debe promover los objetivos de “máximo” nivel de empleo, precios estables y tasas de interés de largo plazo moderadas. Con tal fin, dispone de tres herramientas de política monetaria, 1) las operaciones de mercado abierto (OMA), 2) la tasa de descuento (TD) y 3) los encajes. El directorio de la FED es responsable de manejar la TD y los encajes, mientras que el Comité de Mercado Abierto (FOMC) se ocupa de las OMA. Utilizando estos tres instrumentos la FED influye en la oferta y demanda de saldos que las entidades financieras mantienen depositados en la FED, y de esta manera afecta la tasa de interés de fondos federales (TFF), siendo esta última tasa, el costo al que las entidades financieras se prestan los saldos depositados en la FED.

Los cambios en la TFF afectan directamente las tasas de interés de corto plazo, los tipos de cambio, las tasas de interés de largo plazo, la cantidad de dinero y crédito en la economía, y otro conjunto de variables económicas que terminan incidiendo en el nivel de empleo, producto y precios. Desde 1995 el FOMC anuncia un nivel “objetivo” (meta o *target*) respecto de la TFF.

OMA

De las tres herramientas que la FED dispone para llevar la TFF a su nivel objetivo, la que es usada con mayor regularidad son las OMA. En teoría, la FED puede realizar OMA con cualquier tipo de activo. No obstante, son pocos los activos cuyos mercados cumplen las condiciones necesarias para que a través de su negociación la FED pueda mantener la TFF en el nivel objetivo. Por esto, las OMA se realizan principalmente con títulos del Tesoro norteamericano.

Facilidades permanentes

La ventanilla de descuento cumple en la práctica ese rol, teniendo dos objetivos principales: 1) reforzar las acciones de la FED mediante las OMA en su intento

por alcanzar el nivel objetivo de la TFF; 2) servir como una fuente alternativa de fondeo para las entidades financieras. Generalmente, el volumen de préstamos mediante esta línea es escaso puesto que suele recurrirse a la misma de manera significativa sólo en circunstancias excepcionales. Dentro de la ventanilla de descuento, existen tres tipos de préstamos, los otorgados a los *primary dealers*, a los *secondary dealers* y los *seasonal credit*. De las tres líneas, la más utilizada es la *primary dealers*, que son préstamos otorgados mediante esta ventanilla a instituciones financieras con muy alta calificación crediticia, a muy corto plazo (generalmente a 1 día hábil). Generalmente, la FED hace referencia a la tasa de los créditos a los *primary dealers* como la TD.

Encajes

La FED no utiliza habitualmente los requisitos de encajes como instrumento de política monetaria. Sin embargo, desde octubre de 2008 comenzó a remunerar los saldos inmovilizados en concepto de encaje legal (*required reserve balances*), y también el encaje voluntario (*excess balances*). Al remunerar este último buscó fijar un piso efectivo para la TFF. Si bien la remuneración de los encajes comenzó a fines de 2008, la FED tenía planeado introducir esta política con anterioridad, buscando que la TD y la tasa a la que se remuneran los encajes hiciesen las veces de techo y piso, respectivamente, de un virtual corredor de tasas de interés.

II.2. Eurozona

El ECB tiene como meta la estabilidad de precios teniendo un objetivo de inflación de mediano plazo de 2%.³ Además, monitorea la evolución de los agregados monetarios por su relación en el largo plazo con la variación de precios de la economía. Sin descuidar esto, debe brindar apoyo a las políticas económicas de la región. Los instrumentos de política monetaria que utiliza el ECB son operaciones de mercado abierto (OMA), facilidades permanentes (*standing facilities*) y requerimientos de encajes.

Las OMA juegan un rol importante en la Eurozona al guiar las tasas de interés, administrar la liquidez en el mercado e indicar el sesgo de la política monetaria. A continuación, la Tabla 1 resume las principales características de las **OMA** y las **facilidades permanentes** en la Eurozona.

³ No obstante, si bien tiene una meta de mediano plazo, no se estableció un régimen de metas de inflación.

Tabla 1 / Instrumentos de Política Monetaria

Operación de Política Monetaria	Tipos de Transacción		Madurez	Frecuencia	Procedimiento
	Provisión	Absorción			
Operaciones de Mercado Abierto					
<i>Main refinancing operations</i>	<i>Repo</i>	-	Una semana	Semanal	Licitación
<i>Longer-term refinancing operations</i>	<i>Repo</i>	-	Tres meses	Mensual	Licitación
<i>Fine-tuning operations</i>	<i>Repo y Swaps en moneda extranjera</i>	<i>Repo, depósitos a plazo fijo y swaps en moneda extranjera</i>	No estandarizada	Irregular	Licitaciones "express" Arreglos bilaterales
<i>Structural operations</i>	<i>Repo</i>	Emisión de certificados de deuda	Estandarizada / No estandarizada	Regular e irregular	Licitación
	Compras directas	Ventas directas	-	Irregular	Arreglos bilaterales
Facilidades permanentes					
<i>Marginal lending facility</i>	<i>Repo</i>		1 día hábil	Acceso a voluntad de la contraparte	
<i>Deposit facility</i>		Depósitos	1 día hábil		

OMA

- Las **main refinancing operations** (MRO) cumplen un papel central en la regulación de la liquidez al ser uno de los instrumentos más utilizados. Las decisiones respecto de la tasa de interés de las MRO indica el sesgo de la política monetaria.
- Las **longer-term refinancing operations** (LTRO) buscan dotar de liquidez al sistema financiero a un plazo mayor que las MRO, habitualmente con operaciones a tres meses. Mediante estas operaciones el ECB no busca enviar señales respecto del sesgo de la política monetaria, por lo que generalmente es "tasa aceptante".
- Las **fine tuning operations** se ejecutan con una periodicidad *ad hoc* con el fin de manejar la liquidez del mercado y guiar el nivel de tasas de interés, especialmente orientadas a suavizar los efectos en las tasas de interés de fluctuaciones inesperadas en la liquidez del mercado.

- Por último, el ECB puede llevar a cabo **structural operations** cuando busca modificar la situación estructural de liquidez del sistema financiero.

Facilidades permanentes

Con las facilidades permanentes el ECB busca proveer/absorber liquidez a 1 día hábil. Mediante las operaciones de depósitos y préstamos se fija un piso y un techo para las tasas de interés a 1 día hábil, dando señales respecto del sesgo de política. Normalmente no existen límites ni para la captación, ni para el otorgamiento de liquidez mediante las facilidades permanentes.

Encajes

Los requerimientos de encajes tienen dos objetivos, ayudar a estabilizar las tasas de interés del mercado monetario, y administrar liquidez estructural.

II.3. Inglaterra

El BoE tiene como meta la estabilidad de precios (siguiendo el régimen de metas de inflación) dando el mismo nivel de ponderación al riesgo de una inflación excesiva, como al riesgo de una tasa de inflación por debajo de la meta.⁴ No obstante, el BoE también debe apoyar las políticas económicas del gobierno central, entre ellas, sus objetivos referentes a crecimiento y empleo.

Hasta la crisis de 2007-2010 el BoE instrumentaba la política monetaria mediante la *Bank Rate*, que era la tasa de pasivos. El Banco mantenía al sistema financiero con necesidades estructurales de liquidez, lo que llevaba a que diariamente el sistema financiero debía financiarse a la *Bank Rate* para cumplir los requisitos de integración del sistema de encajes voluntarios. De esta forma, lograba influir en la curva de tasas de interés.

Antes de la crisis, los instrumentos de política monetaria del BoE, aparte de la *Bank Rate*, eran las OMA y las facilidades permanentes. Las OMA eran usadas para proveer al sistema financiero la cantidad de liquidez necesaria para cumplir sus requisitos de encajes. Junto a esto estaban las facilidades permanentes de depósito y crédito, cuya utilización tenía una penalidad respecto de la *Bank Rate*.

⁴ Tiene una meta puntual de inflación de 2%.

II.4. Breve descripción de las respuestas de política monetaria de la FED ante la crisis subprime⁵

La crisis *subprime* comenzó a fines de julio de 2007 mediante un creciente *stress* en este segmento de créditos hipotecarios que rápidamente se contagió a otras variables financieras. Ante esta situación, en su reunión del 7 de agosto, el FOMC de la FED reconoció la mayor volatilidad en algunos segmentos del mercado financiero, pero no tomó ninguna medida específica. Sin embargo, el 10 (¡sólo tres días después!) y el 16 de ese mes se reunió fuera de calendario intentando influir sobre las expectativas del mercado. En los comunicados de estas dos reuniones se reconoció una creciente tensión en los mercados financieros, se aseguró que la FED iba a brindar a las entidades financieras la liquidez necesaria, señalando que el FOMC estaba monitoreando la situación y que iba a utilizar todas las herramientas que considerara necesarias para evitar un impacto significativo en la actividad económica.

A principios de diciembre de 2007, el FOMC ya había reducido la TFF en dos oportunidades, 0,5 p.p. el 18 de septiembre y 0,25 p.p. el 31 de octubre, llevando la TFF a 4,5%. El 6 de ese mes volvió a reunirse fuera de calendario y por video conferencia. En esta reunión los miembros del FOMC discutieron la posibilidad de establecer dos nuevos instrumentos, la *Term Auction Facility* (TAF) y un acuerdo de *swap* de monedas con el ECB y el Banco Central de Suiza (dado que los problemas de liquidez se estaban transmitiendo al mercado europeo).⁶ Para el 11 de ese mes ya estaban aprobados ambos instrumentos. Ese día en la reunión prevista en el calendario del FOMC se decidió reducir nuevamente la TFF a 4,25%.

La TAF era una línea de crédito a 28 y 84 días que permitía a ciertas instituciones financieras (*depository institutions*, y sucursales y agencias de bancos extranjeros) participar de licitaciones de esta línea de fondeo, cuya tasa de interés surgía de la licitación. Esta línea permitió a la FED ampliar considerablemente la cantidad de entidades elegibles a las que podía brindarle liquidez directamente. Debe recordarse de la sección previa, que la ventanilla de descuento de la FED estaba dirigida principalmente a los *primary dealers*, que son una fracción muy pequeña

⁵ Esta sección se circunscribe únicamente a las medidas tomadas por la FED puesto que fue el Banco Central más activo ante esta etapa inicial de la crisis.

⁶ Era un acuerdo para proveer liquidez en dólares. La línea con el ECB era originalmente de US\$ 20.000 millones, y con el Banco Central de Suiza de US\$ 4.000 millones.

en cantidad de la totalidad de instituciones financieras de los EE.UU.⁷ A su vez, la TAF también amplió el espectro de colaterales elegibles como garantía.

Durante enero de 2008 el FOMC se reunió tres veces, el 9, el 21 y el 30, habiendo sido las dos primeras reuniones extraordinarias, por no estar en el calendario original. En la reunión del 21 se decidió una reducción de la TFF de 0,75 p.p. a 3,5%, y el 30 de ese mes se aplicó una nueva reducción de 0,5 p.p. a 3%.

Dos meses después, en marzo, el FOMC volvió a reunirse el 10 (fuera de calendario) y el 18. En esta última reunión se anunció una nueva baja de la TFF de 0,75 p.p. a 2,25%, junto con dos nuevas líneas de liquidez, la *Term Securities Lending Facility* (TSLF) y la *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF). La necesidad de lanzar estas líneas estaba relacionada con que el mercado interbancario estaba teniendo crecientes dificultades para funcionar con normalidad.

La TSLF era una facilidad de liquidez orientada a los *primary dealers*, a los que les brindaba títulos del Tesoro estadounidense a 28 días de plazo a cambio de un conjunto de colaterales elegibles. A diferencia de la TAF, la TSLF estaba dirigida sólo a los *primary dealers* y sólo daba liquidez en títulos del Tesoro, no en efectivo. La TSLF también se diferenciaba de otras facilidades de la FED que daban liquidez en títulos del Tesoro, y que ya existían en ese momento, en el plazo; 28 días contra 1 día hábil de las facilidades ya existentes.

La PDCF era una línea de liquidez a 1 día hábil, focalizada únicamente en los *primary dealers* que no tenía límite respecto de lo que se podía pedir, siempre y cuando el tomador de los fondos tuviese los colaterales suficientes para garantizar la operación. La tasa de interés de la PDCF era la tasa de interés de la línea de *primary dealers* de la ventanilla de descuento, pero una diferencia con esta última era que la PDCF aceptaba un rango más amplio de colaterales.

En el resto del período hasta la caída de LBH la FED mantuvo la TFF sin cambios, aumentó el monto del *swap* de monedas con el ECB y el Banco Central de Suiza y prorrogó la vigencia de la TSLF y la PDCF hasta fines de enero de 2009.⁸

⁷ Si bien es un grupo pequeño, está formado por los principales jugadores del mercado financiero en EE.UU. Para más detalle ver: http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_current.html

⁸ Debe recordarse que a fines de marzo de 2008 *Bear Stearns Bank & Trust* fue adquirido por *JPMorgan Chase & Co* lo que implicó una línea de préstamo de la FED a esta última entidad por aproximadamente US\$ 30.000 millones para facilitar la adquisición.

III. La política monetaria de los países desarrollados durante la crisis

III.1. La política monetaria no convencional en el mayor período de stress: septiembre – diciembre 2008

En esta sección se busca hacer una descripción cronológica detallada del amplio espectro de medidas convencionales y no convencionales tomadas por estos tres bancos entre septiembre y diciembre de 2008, con el objeto de brindar a los lectores la posibilidad de encontrar en un solo lugar un compendio de todas estas medidas. En este período, que abarca el momento más álgido de la crisis, se realiza un análisis casi diario de las medidas que se fueron anunciando, buscando transmitir el frenesí que se vivía en ese momento. En esta etapa, estos Bancos Centrales más que ser proactivos, respondían a los acontecimientos del mercado con cierto retardo, y literalmente creando nuevos instrumentos, lo que hizo a la política monetaria diferir, en parte, de la estructura “convencional” descrita en la sección previa.

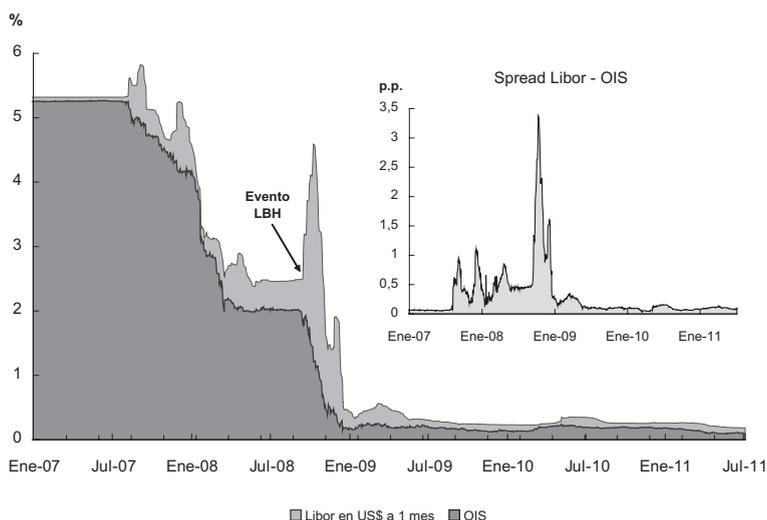
Cuando poco después de la medianoche en Nueva York y cerca de las 5 a. m. en Londres del lunes 15 de septiembre de 2008 se confirmaba que Lehman Brothers Holdings Inc. (LBH) había iniciado los trámites para pedir la protección de la ley de quiebras de los EE.UU. (*Bankruptcy Code*), pocos eran los que imaginaban que esto daría el enviñón final para que la economía mundial, ya debilitada, atravesara la peor recesión de posguerra. Recesión que no llegó a transformarse en una depresión como en la década del 30, como se mencionó, gracias a las lecciones aprendidas de aquella experiencia y de la llamada “década perdida japonesa”. Así, los principales Bancos Centrales redujeron y mantuvieron en niveles históricamente bajos o cercanos a cero sus tasas de interés de política, y además, aplicaron un conjunto sin precedentes de medidas de política monetaria poco tradicionales, mostrando un alto grado de coordinación, cooperación internacional y pragmatismo. En este sentido, los principales actores, sobre todo en lo que respecta a medidas de política monetaria no tradicionales, fueron los bancos en los que empezó a ser efectiva la *zero lower bound* (ZLB), principalmente la FED, el BoE y en menor medida el ECB. Inclusive, la FED tuvo que implementar un conjunto de medidas de política monetaria no convencionales antes de llegar al *zero lower bound*, cumpliendo la función de creador de mercado.

El impacto de la quiebra de LBH fue inmediato no sólo en el mercado financiero, sino también en el mercado interbancario (ver el Gráfico 1). Sobre todo, las

consecuencias que la caída de LBH podía generar en este último mercado es lo que llevó a las autoridades monetarias a actuar de inmediato. En este sentido, si bien en su reunión del 16 de septiembre los miembros del FOMC de la FED no modificaron el objetivo respecto de TFF, ampliaron los colaterales elegibles para la PDCF y la TSLF. Para esta última también se amplió la frecuencia y el monto de las licitaciones, a la vez que se relajaron ciertas limitaciones que tenían para el acceso a esta línea *brokers* vinculados societariamente a *depository institutions*, y en ambos casos se extendió su vigencia hasta fines de enero de 2009. Junto a ello, el mismo día en que se anunciaba la quiebra de LBH y en los días posteriores la FED de Nueva York condujo operaciones de mercado abierto que inyectaron gran cantidad de liquidez. Estas inyecciones llegaron a más que quintuplicar los fondos colocados en los días previos al evento LBH, habiéndose usado principalmente como colaterales de estas operaciones *Mortgage-Backed Securities*.

Más allá del impacto que el evento LBH tuvo en los mercados financieros, y cuando ya había pasado más de un año del comienzo de la crisis *subprime*, se destacó en las minutas de la reunión del FOMC del 16 de septiembre que la crisis estaba empezando a manifestar más plenamente sus efectos en la economía

Gráfico 1 / Indicador de stress del mercado interbancario en EE.UU. (spread Libor - OIS)



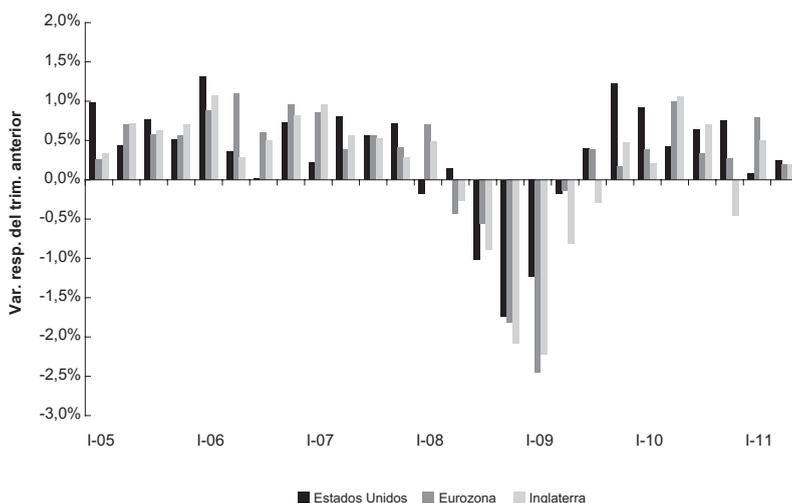
Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg.

real. En este sentido, si bien los datos del PIB disponibles hasta ese momento no mostraban una economía en recesión (ver el Gráfico 2), la descripción de la situación económica que se hizo en las minutas adelantó, en cierto sentido, las variaciones negativas del PIB que iban a comenzar a observarse justamente en el tercer trimestre de 2008. Sólo a modo de ejemplo, en las mismas se hizo referencia a que a pesar de los beneficios impositivos vigentes, los indicadores de consumo privado mostraban un pobre desempeño. También en las minutas se mencionó que “el desempleo saltó 0,4 p.p.” a 6,1% en agosto de 2008 (ver el Gráfico 3).⁹

Un último hecho curioso que resulta interesante destacar de estas minutas es que algunos miembros del FOMC siguieron manifestando su preocupación por los elevados niveles de la inflación tanto *headline* como *core*, haciendo referencia al peligro que podría significar que estas altas tasas de inflación fuesen incorporadas en la formación de expectativas (ver el Gráfico 4).

El 19 de septiembre, la FED anunció el *Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF), que iba a estar operativo tres días

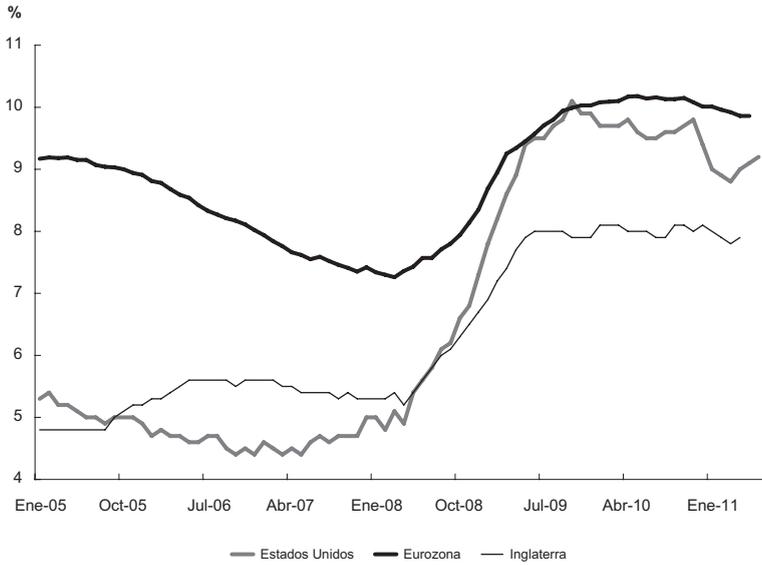
Gráfico 2 / Evolución del PIB sin estacionalidad



Fuente: elaboración propia en base a datos del EFI, FMI.

⁹ En todos los casos las traducciones son propias.

Gráfico 3 / Tasa de desempleo



Fuente: elaboración propia en base a datos de las oficinas de estadísticas de cada país.

Gráfico 4 / Tasa de inflación



Fuente: elaboración propia en base a datos de las oficinas de estadísticas de cada país.

después. Este programa buscaba auxiliar a los *Money Market Mutual Fund* (MMMF) que estaban teniendo importantes retiros de fondos. En épocas normales, para hacer frente a los mismos, los MMMF recurrían al mercado de *Asset Backed Commercial Paper* (ABCP) donde vendían parte de sus tenencias de estos activos, lo que no resultaba posible en aquellos momentos dado que estos mercados se habían vuelto extremadamente ilíquidos. El AMLF buscaba dotar de liquidez al mercado de ABCP otorgándole préstamos a entidades que cumplieran ciertas condiciones, para que con los fondos de esos préstamos comprasen ABCP a los MMMF que estaban teniendo un elevado nivel de rescate de sus depositantes. El plazo de estos préstamos iba de 1 a 270 días, y la tasa de interés de los mismos era la TD.

Quince días después, el 29 de septiembre, el FOMC decidió en una reunión por video conferencia y fuera de calendario, debido al creciente *stress* en el mercado *offshore* de dólares, extender el plazo (hasta el 30 de abril de 2009) y aumentar sustancialmente el monto de la línea de *swaps* en dólares entre Bancos Centrales (de US\$ 290.000 millones a US\$ 620.000 millones). Ese mismo día también se decidió triplicar los montos disponibles en la licitación de TAF a 84 días, y se anunció la línea *forward* TAF que buscaba asegurar anticipadamente a las *depository institutions* que iban a disponer de los fondos necesarios hacia fines de año (2008), período en el que estacionalmente requieren más liquidez. Las *forward* TAF se diferenciaban de la TAF en que, en estas últimas, los fondos se entregaban unos pocos días después de la licitación, en cambio en las *forward*, los fondos eran entregados más de 30 días después de la licitación, en las dos licitaciones que efectivamente se llevaron a cabo por US\$ 150.000 millones cada una (el 22 y 23 de diciembre).

El 2 de octubre en su reunión mensual el *Governing Council* (GC) del ECB decidió mantener la tasa de interés de la *Main Refinancing Operation* (MRO) sin cambios, en 4,25%. Tan sólo 6 días después decidió cambiar su postura y reducir en 0,5 p.p. la MRO (ver más adelante las medidas tomadas el 8 de octubre). En este sentido, vale la pena citar la primera pregunta que un periodista le realizó al presidente del ECB, Jean-Claude Trichet, en la conferencia de prensa posterior a la reunión del 2 de octubre:

Periodista: Sr. Trichet, si entiendo bien lo que dice, la economía se está desacelerando más rápido que lo anticipado por Ud., las presiones inflacionarias están disminuyendo, aunque no lo suficiente, el crecimiento de

*los agregados monetarios también se está reduciendo –incluso aún más de lo que indican las estadísticas...– y junto a ello los mercados financieros se están deteriorando. Por consiguiente, de este escenario, ¿qué es lo que está haciendo que no reduzcan la tasa de interés?*¹⁰

En respuesta al periodista, Trichet afirmó que si bien la desaceleración en el nivel de actividad ayudaba en cierto sentido a disminuir los riesgos alcitas sobre la tasa de inflación, éstos no habían desaparecido, y que el ECB no permitiría que estos riesgos se tradujeran en efectos de segunda ronda.

El 6 de octubre el *Board* de la FED emitió un comunicado en donde anunció que la FED iba a empezar a pagar intereses sobre los encajes, tanto sobre los obligatorios como por la integración en exceso. Esta medida buscaba fijar un piso para la TFF efectiva, y de esta manera evitar que se alejase demasiado del objetivo fijado por el FOMC, lo que podía llegar a suceder dada la gran cantidad de liquidez que estaba inyectando la FED. Si bien la remuneración de los encajes comenzó en octubre de 2008, la FED tenía planeado introducir esta política con anterioridad, buscando que la TD y la tasa a la que se remuneraban los encajes hiciesen las veces de techo y piso, respectivamente, de un virtual corredor de tasas de interés, como ya se mencionó en la sección II.¹¹

El 7 de octubre la FED anunció el *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), que buscaba mejorar el funcionamiento del mercado de *Commercial Paper* (CP), el cual se había vuelto muy ilíquido, y operaba sólo a muy corto plazo y bajo un importante *stress*. Esta línea permitía a la FED de Nueva York fondear un *special purpose vehicle* (SPV) para que comprase CP con una madurez menor a los tres meses. Al vencimiento de los CP se utilizaba lo recaudado por el SPV para devolver el préstamo a la FED de Nueva York.

El 8 de octubre, también por video conferencia y fuera de calendario, el FOMC decidió bajar en 0,5 p.p. el objetivo de la TFF a 1,5%. Esta decisión fue coordinada en una acción sin precedentes con el ECB, el BoE,¹² y los Bancos Centrales de

¹⁰ www.ecb.int/press/pressconf/2008/html/is081002.en.html

¹¹ La *Financial Services Regulatory Relief Act* de 2006 permitía la remuneración de los encajes desde octubre de 2011, fecha que se adelantó mediante la *Emergency Economic Stabilization Act*.

¹² Un hecho que vale destacar respecto de la política comunicacional del BoE es que los comunicados de prensa de las reuniones del CPM solían tener solamente uno o dos párrafos cortos, en cambio tras el evento LBH, pasaron a tener un poco más de una carilla.

Suecia, Canadá y Suiza que decidieron con la FED también reducir sus tasas de interés de política monetaria en 0,5 p.p. en todos los casos, excepto Suiza (0,25 p.p.).

Ese mismo día, el ECB decidió modificar las condiciones de su línea semanal de subastas de liquidez, la ya mencionada MRO, empezando a otorgar fondos mediante la modalidad de *full-allotment*.¹³ Unos días después, el ECB amplió la lista de colaterales aceptables dentro de las operaciones de crédito del eurosistema, y empezó a realizar subastas semanales de fondos en dólares mediante *swaps* a un plazo de 7, 28 y 84 días.

Por su parte, el 13 de octubre empezó a funcionar en Inglaterra el *Credit Guarantee Scheme* que buscaba mejorar la capitalización del sistema financiero y de empresas del sector de la construcción, línea que era administrada por el Tesoro inglés.

Luego, el 14 de octubre el Tesoro de los EE.UU. anunció el *Troubled Asset Relief Programme* (TARP) por un monto de US\$ 700.000 millones, de los cuales se destinaron US\$ 250.000 millones a capitalizar a las principales entidades del sistema financiero norteamericano.¹⁴

Veinte días después de su última reunión, el 29 de octubre, el FOMC volvió a reunirse, esta vez en una reunión prevista en el calendario, decidiendo nuevamente bajar el objetivo de la TFF en 0,5 p.p. a 1%. El FOMC describía con las siguientes palabras la situación económica:

“El ritmo de la actividad económica parece haberse desacelerado sustancialmente, debido a una importante disminución en el nivel de gastos de los hogares. La inversión de las empresas en equipo, junto con el nivel de producción industrial, se ha debilitado en los últimos meses, lo que se suma a la desaceleración de la actividad económica en muchas economías extranjeras afectando la perspectiva respecto de las exportaciones de EE.UU. Por otra parte, la intensificación de las turbulencias del mercado financiero es probable que tienda a reducir el nivel de gasto de los hogares y de las empresas, en parte al dificultar aún más su capacidad de obtener financiamiento.”

¹³ Mediante la modalidad *full-allotment* se le entrega a la entidad solicitante de fondos todo lo pedido.

¹⁴ Para un mayor análisis del mismo, ver “Crónica de una crisis inesperada”, *Ensayos Económicos*, 53-54, Enero-Junio de 2009, BCRA, pp. 16-17.

El 15 de octubre el ECB anunció que expandía la lista de activos elegibles como colateral de sus líneas de liquidez, a la vez que redujo de A- a BBB- la calificación mínima para que estos activos pudieran ser aceptados.¹⁵

Unos días después, el 21 de octubre, la FED anunció la creación del *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF), que era otro instrumento que buscaba darle más liquidez a los inversores de *Money Market* y reducir el importantísimo *stress* que se evidenciaba en los mercados de deuda de corto plazo.¹⁶ El MMIFF se hizo operativo a fines de noviembre de ese año.

El 6 de noviembre, en su reunión mensual, el GC del ECB redujo nuevamente su tasa de interés de referencia (TPM) aplicada a las MRO en 0,5 p.p. a 3,25%. En la conferencia de prensa posterior a esta reunión, y a pesar de la grave situación de los mercados financieros mundiales, Trichet afirmó que si bien los riesgos al alza sobre el nivel de precios se habían moderado para el horizonte de política de mediano plazo, estos riesgos aún no se habían disipado completamente. También resaltó que uno de los factores principales que contribuían a esta moderación sobre las perspectivas alcistas del nivel de precios era la reducción de los precios de los *commodities* (ver el Gráfico 9 de la sección IV.1). Inclusive, se mencionó que de continuar la tendencia bajista en el precio de los *commodities* no podían descartarse mayores presiones bajistas sobre el nivel de precios.

Ese mismo día también tuvo su reunión mensual el Comité de Política Monetaria (CPM) del Banco de Inglaterra que decidió nuevamente reducir la tasa de interés que paga sobre los encajes en 1,5 p.p. a 3%. Se destacó al comienzo del comunicado que desde mediados de septiembre (quiebra de LBH) el sistema financiero había sufrido las mayores tensiones de casi el último siglo. Se señaló que respecto del nivel de actividad, tanto en el plano interno como en el resto del mundo, se registraba un marcado deterioro. En el caso de la evolución de la inflación, al igual que el comunicado del ECB, se hizo referencia a la importante disminución en el precio de los *commodities*, junto con el impacto que esto tendría en la evolución del nivel de precios de los próximos meses. En este sentido, se mencionó que la tasa de inflación interanual de septiembre de 5,2%, que era la mayor desde marzo de 1992, estaba marcadamente influenciada por el incremento del precio

¹⁵ Estas modificaciones iban a estar vigentes, en principio, hasta fines de 2009.

¹⁶ Un mayor detalle sobre las características del MMIFF puede encontrarse en http://www.newyorkfed.org/markets/mmiff_faqs.html

de los *commodities*, pero que aún no incorporaba el impacto de la baja de los mismos. Es por esto que el CPM revisó a la baja sus proyecciones respecto de las perspectivas inflacionarias.

El 25 de noviembre la FED introdujo el *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) uno de los programas que mayor impacto tuvo, no solamente por el monto del mismo, sino también por los sectores a los que estaba dirigido. Su objetivo era disminuir las condiciones de *stress* en que se encontraba el mercado de *Asset-Backed Securities* (ABS), que había llegado a un punto de casi dejar de operar, inclusive aún en el caso de los ABS calificados crediticiamente como AAA. La importancia del mercado de ABS se encontraba en que hasta ese momento servía como una de las principales fuentes de fondeo para los créditos al consumo y empresas (desde pequeñas hasta grandes), y en este sentido, su paralización contribuía a una mayor reducción del nivel de actividad. Dentro de la gama de mercados que recibirían fondeo de los ABS, los más importantes eran los mercados de tarjetas de crédito, de las financiaciones garantizadas por la *Small Business Administration*, y de los préstamos a estudiantes y al sector automotor. Bajo la mecánica del TALF, el grupo de instituciones elegibles podían pedir préstamos a uno, tres, y bajo ciertas circunstancias, cinco años de plazo, entregando como colateral activos que cumplieren con ciertos criterios.

Luego, el 4 de diciembre, el ECB y el BoE volvieron a reducir sus TPM, en 0,75 p.p. y 1 p.p. a 2,5% y 2%, respectivamente. En la conferencia de prensa del ECB ya no se mencionaba que existiese algún riesgo inflacionario dentro del horizonte temporal relevante para la política monetaria debido a la caída en el precio de los *commodities*, junto con la significativa desaceleración en el nivel de actividad. En el caso del comunicado de prensa del BoE, se señaló que los gastos en consumo e inversión, tanto de los hogares como de las empresas, se habían estancado. También se hizo referencia a que las expectativas inflacionarias se habían reducido significativamente. En este sentido, se citaba al Informe de Inflación del BoE de noviembre, en donde las proyecciones respecto de la inflación del CPM mostraban un elevado riesgo de que la inflación se ubicara en el mediano plazo por debajo de la meta.

En la reunión de la FED del 16 de diciembre –prevista en el calendario– se decidió bajar nuevamente la TFF. Por primera vez (en la historia de la FED), se estableció un rango (0-0,25%) para el objetivo de la TFF y no un valor puntual, y se alcanzó de esta manera el *zero lower bound*. En las minutas de la reunión se mencionó

justamente que esta decisión había llevado a un debate entre los miembros del FOMC respecto de cómo comunicarla, y que la misma se había tomado debido a que las grandes cantidades de liquidez que estaba inyectando la FED hacían difícil la sintonía fina que permitiera que la TFF efectiva estuviese cerca del objetivo. A su vez, aparecía por primera vez en el comunicado la frase: “las condiciones económicas probablemente garanticen niveles excepcionalmente bajos de la tasa de fondos federales durante algún tiempo”.¹⁷ En las minutas de la reunión se hizo referencia, entre otros temas, al nuevo incremento del desempleo, que había subido 0,6 p.p. respecto de la reunión previa del FOMC a 6,7%. También se destacó que uno de los índices de precios que más sigue la FED, el vinculado a los Gastos de Consumo Personal de los Hogares (*Real Personal Consumption Expenditures*) había caído por quinto mes consecutivo. A su vez, se mencionó que las condiciones de elevado *stress* del mercado interbancario, si bien se mantuvieron durante gran parte del período intra-reunión, “estaban mostrando cierta mejoría”.

III.1.a. La política monetaria no convencional: breve análisis de la efectividad de la política monetaria ante el zero lower bound

Frente a la restricción que impone el *zero lower bound* (ZLB) a la política monetaria tradicional de tasas de interés en un contexto recesivo surge inexorablemente la necesidad de recurrir a políticas monetarias no convencionales. Esto abre el debate acerca de la efectividad de este tipo de políticas, ya que la magnitud del riesgo que el ZLB representa para la política monetaria depende justamente de la efectividad de los instrumentos alternativos de política de los que se disponga.

Algunos autores entienden que el fenómeno del ZLB representa una restricción más seria que lo que se pensaba originalmente debido a que la política monetaria no convencional no parecería ser efectiva. Tal es el caso de John Taylor (2009), visión que deja plasmada en su libro “*Getting Off Track: How Government Actions and Interventions, Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis*”.

Por el contrario, *Mishkin* (2008 y 2011) sostiene que la política monetaria no convencional desplegada durante la reciente crisis financiera sí sería efectiva,

¹⁷ Originalmente decía: “economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for some time.” En marzo de 2009 se modificó el “*for some time*” por “*for an extended period*”. La frase en este último formato se mantuvo hasta la reunión del FOMC de agosto de 2011. Ver nota 33.

basándose en una serie de trabajos empíricos que sugieren, por un lado, que la provisión de liquidez por parte de las autoridades monetarias a bancos y otras entidades financieras contribuyeron a estabilizar los mercados financieros, entre los que vale la pena destacar McAndrews *et al.* (2008), Wu (2008), Christensen *et al.* (2009), Sarkar y Shrader (2010), Baba y Packer (2009), McAndrews (2009), Goldberg *et al.* (2010) y Ait-Sahalia *et al.* (2010). Por otro lado, Gagnon *et al.* (2010) sugieren que la compra de activos a gran escala por parte de la Reserva Federal ha tenido un sustancial impacto en las tasas de interés de los MBS. Adicionalmente, a nivel teórico autores como Eggertsson y Woodford (2003 y 2004) y Woodford (2003) apoyan la idea de que el manejo de las expectativas contribuye a estimular la demanda agregada cuando la tasa de política alcanza el ZLB.

En la misma dirección, los resultados obtenidos por Bernanke *et al.* (2004) sobre la efectividad de las políticas monetarias no convencionales proporcionan una pizca de optimismo. En particular, estos autores encuentran que la compra de grandes volúmenes de activos por parte de un Banco Central es capaz de afectar el precio o el rendimiento del activo en cuestión y que la política comunicacional de los Bancos Centrales tiene un rol potencialmente importante para influir en las expectativas de los agentes económicos sobre futuras acciones de política.

Por otra parte, Mishkin (2008, 2009) señala que la política monetaria tradicional también habría sido efectiva durante la crisis, y que incluso habría sido más potente que en tiempos normales, debido a que ha evitado que se pongan en funcionamiento mecanismos adversos de retroalimentación. Según su punto de vista, el hecho de que el costo del financiamiento de las familias y las empresas no haya disminuido a pesar de la abrupta flexibilización de la política monetaria ha llevado a muchos a afirmar que la política monetaria no ha sido efectiva durante la crisis.

Por citar algunos ejemplos, en su libro *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Krugman hace referencia a que las herramientas habituales de política monetaria –sobre todo la habilidad de la Reserva Federal para apuntalar la economía reduciendo las tasas de interés– han perdido toda tracción. Asimismo, en las minutas de octubre de 2008 de la Reserva Federal se señala que “algunos miembros del *Federal Open Market Committee* (FOMC) se mostraron preocupados por la potencial pérdida de efectividad de las reducciones de la TFF, por lo que futuras medidas podrían tener un efecto limitado para promover la recuperación económica”.

Sin embargo, según Mishkin, quienes adhieren a este pensamiento no tienen en cuenta qué hubiese sucedido con las tasas de interés relevantes para las decisiones de gasto de los consumidores si la Reserva Federal no hubiese recortado agresivamente el objetivo de la TFF. Una política monetaria menos laxa seguramente hubiese exacerbado el riesgo macroeconómico y generado una mayor retracción del consumo y la inversión, por lo que el impacto sobre la actividad económica hubiese sido más severo. A su vez, esto hubiese incrementado la incertidumbre sobre el verdadero valor de los activos, provocando un aumento de los *spreads* crediticios y por consiguiente una mayor contracción económica, lo que generaría a su vez mayor incertidumbre y así sucesivamente, activándose los denominados mecanismos adversos de retroalimentación.

Como se desprende de la discusión anterior, no existe un consenso generalizado entre los economistas sobre la efectividad de los instrumentos no convencionales de política monetaria, aunque no son pocos los estudios empíricos que arrojan resultados alentadores al respecto. Aún falta tiempo para poder evaluar con mayor claridad la efectividad del arsenal de medidas no convencionales implementadas durante la crisis.

III.2. La política monetaria no convencional aplicando el arsenal desplegado: enero – noviembre de 2009

En esta sección se detallan las principales medidas de política monetaria de la FED, el BoE, y el ECB cuando ya habían pasado los momentos más frenéticos de la crisis. Esto no quiere decir que no haya habido momentos de *stress* financiero en este período, sino que los mismos no fueron tan agudos, ni resultaron el subproducto de un único evento disparador, como fue en la etapa anterior la caída de LBH. Esto permitió que las autoridades monetarias, más que implementar todo un arsenal de medidas como en la etapa anterior, básicamente administrasen las que ya se encontraban vigentes, con alguna excepción.

La FED volvió a reunirse fuera de calendario y por video conferencia a mediados de enero de 2009. El principal motivo de la reunión fue discutir sobre la conveniencia de establecer un objetivo de inflación explícito. Los miembros del FOMC estuvieron de acuerdo en que un objetivo explícito estaba dentro del mandato dual (promoción del máximo nivel de empleo y estabilidad de precios). Además, coincidieron en que ayudaría a hacer más efectiva la política monetaria en el mediano plazo, y en el corto plazo permitiría anclar las expectativas de inflación de largo plazo, lo

que facilitaría la recuperación económica, a la vez que disminuiría los temores de que la expansión cuantitativa que la FED venía realizando no iba a significar un aumento de la inflación futura. Finalmente, el FOMC decidió no seguir adelante con esta propuesta porque temía que en la coyuntura económica de aquel momento llevase incertidumbre y confusión a los agentes económicos.

Por su parte, el BoE y el ECB decidieron reducir sus TPM en sus respectivas reuniones de enero (el 8 y el 15) en 0,5 p.p. en ambos casos, a 1,5 y 2%, respectivamente. En ninguno de estos dos casos se mencionaron en los comunicados otras medidas específicas. Resulta interesante citar las palabras textuales con las que el comunicado del BoE se refería a la crisis:

*“La economía mundial pareciera estar atravesando una inusual y sincronizada recesión.”*¹⁸

Además, desde comienzos de 2009 y debido a la creciente expansión monetaria producto de las políticas monetarias no convencionales del BoE, el sistema financiero inglés dejó de tener necesidades estructurales de liquidez, para pasar a tener excesos de liquidez. De esta manera, el Banco estaba perdiendo su capacidad de influir en las tasas de interés de corto plazo, y con ello su principal herramienta de política monetaria. Para evitar esto, el BoE estableció un sistema de encajes obligatorio (antes era voluntario) y pasó a remunerar dichos encajes a la *Bank Rate*, manteniendo de esta forma su influencia sobre las tasas de interés de corto plazo.

En la reunión del 5 de febrero, mientras el ECB mantuvo su TPM en 2%, el BoE la redujo en 0,5 p.p. a 1%. A su vez, ese mes el Tesoro inglés autorizó al BoE a implementar un programa de expansión cuantitativa, conocido como el *Asset Purchase Facility (APF)*. Mediante este programa, el Tesoro autorizaba al Banco a comprar activos de alta calidad (principalmente *gilts*).^{19,20,21} El objetivo del APF era impulsar la oferta monetaria, para llevar el nivel de la demanda agregada

¹⁸ <http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2009/001.htm>. El subrayado no está en el texto original.

¹⁹ *Gilts*: títulos de deuda emitidos por el tesoro del Reino Unido.

²⁰ Aunque el BoE mediante el APF podía comprar CP, Corporate Bonds (CB), y también *gilts*, entre otras opciones, en la práctica terminó comprando casi únicamente *gilts*. A fines de julio de 2011, el 99,6% de los activos del APF eran *gilts*.

²¹ El APF sigue vigente, aunque el monto del mismo se mantiene constante en £ 200.000 millones desde noviembre de 2009.

nominal a niveles consistentes con el objetivo de inflación de mediano plazo. Bajo este esquema, el BoE no sólo utilizaba como instrumento de política monetaria a la tasa a la que remuneraba los encajes de los bancos comerciales, sino también a la cantidad de dinero.

El mecanismo del APF preveía que el BoE comprase activos, principalmente de instituciones no bancarias, aunque usando a los bancos como intermediarios. El BoE pagaba estas compras mediante la creación de dinero que depositaba en las cuentas de los bancos que habían intermediado en la operación.

El 5 de marzo, el ECB volvió a bajar su TPM en 0,5 p.p. a 1,5%. En la conferencia de prensa, el ECB hizo referencia a la caída en el cuarto trimestre de 2008 del PIB de la Eurozona de 1,5% respecto del trimestre anterior. También se corrigieron a la baja las proyecciones respecto del PIB para 2009 al rango -2,2% a -3,2%.²²

El BoE, que también se reunió el 5 de marzo, decidió reducir su TPM en 0,5 p.p. a 0,5%. En su comunicado, el CPM hizo referencia a que con las nuevas proyecciones respecto de la economía inglesa publicadas en el Informe de Inflación de febrero de 2009, las probabilidades de que la inflación efectiva estuviese por debajo de la meta puntual de 2% se habían incrementado sustancialmente. Además, señaló que la TPM del BoE habría alcanzado un piso al llegar a 0,5%, puesto que niveles más reducidos podrían afectar el funcionamiento del mercado interbancario, por lo que el Banco empezaba a estar limitado por el *zero lower bound*.

No obstante la reducción de la TPM en 0,5 p.p., el CPM consideró que los riesgos de una inflación demasiado baja se mantenían, por lo que el CPM, imposibilitado de usar el precio del dinero como su instrumento de política monetaria, empezó a usar la cantidad mediante compras de activos a través del APF por £ 75.000 millones. A tal efecto, el presidente del BoE, Mervyn King, le escribió el 17 de febrero una carta al Ministro de Finanzas solicitándole a autorización para empezar a utilizar el APF como instrumento de política monetaria. El 3 de marzo el Ministro de Finanzas, Alistair Darling, le respondió autorizando al CPM a utilizar el APF para la compra de activos por hasta £ 150.000 millones.

En el caso de la FED, en su reunión del 18 de marzo decidió incrementar su expansión cuantitativa hasta US\$ 750.000 millones mediante la adquisición de *Agency*

²² La caída efectiva terminó siendo de 4,1%.

Mortgage-Backed Securities (AMBS), llevando el *stock* de este activo a US\$ 1,25 billones.²³ A su vez, anunció que iba a duplicar su tenencia de *Agency Debt* a US\$ 200.000 millones, y que iba a comprar bonos del Tesoro de largo plazo por US\$ 300.000 millones. Estas compras se iban a realizar a lo largo de 2009.

El 2 de abril, el ECB decidió bajar nuevamente su TPM, la tasa de interés que aplica a las MRO en 0,25 p.p. a 1,25%. Unos días después, el BoE mantuvo la tasa de interés a la que remunera los encajes en 0,5%, al haber alcanzado su TPM el *zero lower bound*. Como ya se mencionó, tampoco modificó el objetivo de activos a comprar mediante la APF, que estaba en £ 75.000 millones, y anunció que llevaba efectivamente comprados £ 26.000 millones. Por su parte, el Tesoro de Inglaterra confirmó el 22 de abril el lanzamiento del *Asset-backed Securities Guarantee Scheme* que buscaba complementar al *Credit Guarantee Scheme* de 2008 interviniendo en el mercado de *Residential Mortgage-Backed Securities*.

A su vez, el 7 de mayo se reunieron el CPM del BoE y el GC del ECB. El primero decidió incrementar el monto de la APF en £ 50.000 millones a £ 125.000 millones, y el segundo redujo su TPM en 0,25 p.p. a 1%. Junto con esta medida el ECB también redujo las tasas de interés de sus facilidades permanentes de depósito y de préstamo a 0,25% y 1,25%, respectivamente.²⁴ También llamó a licitación a un plazo extraordinario de la LTRO (a 12 meses), mediante el mecanismo *full-allotment* y a tasa de interés fija. Por último, la autoridad monetaria europea anunció un nuevo programa, el *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP), del que dijo que más adelante daría detalles.

En este sentido, el 4 de junio en la reunión mensual del GC del ECB se anunciaron más detalles sobre el CBPP, que consistía en la compra de *covered bonds* por € 60.000 millones. Las compras se distribuyeron entre bonos de los países miembros, habiéndose realizado la adquisición por compra directa en el mercado primario y secundario. En la conferencia de prensa posterior a la reunión del GC, ante varias preguntas de periodistas, Trichet confirmó que no estaba previsto esterilizar el efecto monetario de estas compras, pero que si dicha expansión afectaba la estrategia monetaria del ECB, el Banco intervendría para evitarlo.

²³ El FOMC de la FED se había reunido fuera de calendario el 7 de febrero para tratar temas relacionados al TALF y al TARP.

²⁴ Los cambios previos en las tasas de interés de la facilidad de depósitos y de préstamos no fueron mencionados.

Trichet también diferenció al ECB de la FED y el BoE al considerar que el CBPP no era una política del estilo *quantitative easing* (QE).

En la reunión del FOMC de finales de junio no se anunció ninguna medida concreta. No obstante, vale destacar que durante este mes la FED empezó a reducir los montos de las licitaciones quincenales de la TAF, de US\$ 150.000 millones a US\$ 125.000 millones.²⁵ En la siguiente reunión de agosto, se destacó el anuncio de que se iba a suavizar en el tiempo la compra prevista de US\$ 300.000 millones en bonos del Tesoro para evitar desarreglos en este mercado.

En agosto, el CPM del BoE le solicitó autorización al Tesoro para incrementar el APF en £ 50.000 millones a £ 175.000 millones, y en el mismo día éste se la concedió. En la reunión del CPM del 6 de agosto se estimaba que al BoE le iba a llevar aproximadamente tres meses expandir el tamaño del APF a dicho monto.

En su reunión del 3 de septiembre, el ECB no tomó ninguna medida nueva.²⁶ Lo más interesante del comunicado es el cambio de visión respecto de la evolución de la situación económica. Se afirmaba en el comunicado que:

“... la información más reciente apoya nuestra visión [del ECB] de que cada vez hay más signos de estabilización en la actividad económica de la Eurozona y en casi todo el resto del mundo. Esto es consistente con la expectativa de que la significativa contracción de la actividad económica finalizó y ahora está siendo seguida por un período de estabilización y recuperación muy gradual.”

Luego, el 23 de septiembre volvió a reunirse el FOMC, pero no tomó ninguna medida puntual. Sin embargo, resulta interesante una modificación en el *wording* del comunicado del FOMC que iba en el mismo sentido que el cambio del ECB. En el primer párrafo del comunicado por primera vez se hizo referencia a cierta mejora, tanto en la situación del sistema financiero como en el nivel de actividad.²⁷

²⁵ A lo largo de este trabajo se mencionan cambios en los detalles de las medidas (montos, vigencia, activos elegibles, etc.) sólo cuando se los considera lo suficientemente relevantes.

²⁶ Sólo hizo un anuncio menor respecto de la tasa de la línea de fondeo (LTRO) a 12 meses.

²⁷ En el comunicado de la reunión previa del FOMC, del 12 de agosto, se detecta también un cambio en el *wording*, pero no tan enfático. Algo similar sucede en el caso del comunicado del GC del ECB del 6 de agosto.

No es casual que el tercer trimestre de 2009 fuese el primero de los cuatro anteriores donde la variación del PIB fue positiva (0,4% respecto del trimestre anterior, ajustado por estacionalidad). En efecto, en el comunicado del FOMC se mencionó que:

“... la actividad económica ha mejorado tras su importante contracción. Las condiciones en los mercados financieros continúan mejorando, y la actividad en el sector construcción se ha incrementado. El gasto de los hogares parece estar estabilizándose, pero sigue estando limitado por las pérdidas de empleos, por el lento crecimiento del ingreso, por la menor riqueza inmobiliaria, y por la escasez de crédito. Las empresas siguen recortando la inversión fija y la dotación de personal, aunque a un ritmo más lento;...”

A principios de noviembre de 2009 el CPM del BoE decidió incrementar el monto de la APF en £ 25.000 millones adicionales, requiriendo la autorización correspondiente al Tesoro inglés. Según las minutas, la medida se tomó siguiendo las proyecciones difundidas por el Banco en el Informe de Inflación de noviembre de 2009, donde la trayectoria más probable de la inflación seguía estando por debajo de la meta de 2%. Adicionalmente, se mencionó en las minutas que la caída del PIB del tercer trimestre sorprendió al CPM al no estar prevista en sus proyecciones, y que tomando en cuenta esta reducción la contracción acumulada era de 6%. Ésta era la máxima caída acumulada durante la crisis del PIB en Inglaterra, ya que éste empezó a recuperarse a partir del cuarto trimestre de 2009.

III.3. La política monetaria no convencional, estrategias de salida, reingreso a lo no convencional, y nueva estrategia de salida: diciembre de 2009 – agosto de 2011

Esta sección abarca el período diciembre de 2009 - agosto de 2011, destacándose que: 1) el sentido de la política monetaria de la FED, el BoE y el ECB –a grandes rasgos– dejó de ser coincidente; 2) el intento de aplicar una estrategia de salida de las políticas expansivas no convencionales (principalmente la FED y el ECB), resultó fallido debido al empeoramiento de la situación de la economía real, lo que obligó a recurrir a nuevos instrumentos no convencionales, o a profundizar los que se pensaba empezar a retirar; 3) existió una nueva tentativa, por parte de las autoridades de la FED y el ECB, de empezar a aplicar una estrategia de salida.

Sin embargo, y si bien implica alejarse del estilo cronológico de este trabajo, debe mencionarse que la baja de la calificación de la deuda soberana de largo plazo de EE.UU. en agosto de 2011, junto con un conjunto de indicadores respecto del nivel de actividad que estarían reflejando una desaceleración, sumado a niveles de *stress* más elevados para algunos emisores de deuda de la Eurozona, estarían terminando de consolidar un escenario en donde, nuevamente, se debería abortar la estrategia de salida. No obstante, aún es demasiado pronto para confirmar que esto efectivamente esté ocurriendo, puesto que está sucediendo mientras se termina de escribir este trabajo.

Con la medida del BoE mencionada en el último párrafo de la sección anterior, el Banco ponía en “pausa” el ciclo de políticas monetarias no convencionales ligadas directa o indirectamente al evento LBH. En este sentido, la diferenciación del BoE respecto de la FED y el ECB se encuentra en que a lo largo de todo el período el BoE nunca consideró empezar a aplicar una estrategia de salida. Al contrario, al final de esta etapa (agosto de 2011) se estarían acrecentando las posibilidades de que profundice su expansión cuantitativa mediante más compras a través del APF.

En este marco, durante el primer trimestre de 2010 y parte del segundo, muchos bancos de países desarrollados (más allá de la FED y el ECB) y emergentes empezaron, en distinto grado, a planificar o implementar, según el caso, una estrategia de salida de toda la batería de medidas tomadas tras la quiebra de LBH. Esto se hace evidente en las medidas tomadas por los bancos centrales de países emergentes (ver sección IV.3), en discusiones realizadas en distintos foros multilaterales, como las reuniones del BIS, y en algunos anuncios que realizaron las autoridades monetarias de países desarrollados.

En el caso de la FED, se destaca del comunicado del FOMC de la reunión del 16 de diciembre que se confirmó que la mayoría de las medidas de política no convencional tomadas para hacer frente a la crisis iban a expirar el 1º de febrero de 2010.²⁸ En este contexto la FED empezaba a anunciar, como se mencionó, los primeros pasos de la estrategia de salida de sus políticas monetarias no

²⁸ El anuncio de esta fecha límite se había realizado originalmente el 25 de junio de 2009. Las líneas que caducaban en esa fecha eran la *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, el *Commercial Paper Funding Facility*, el *Primary Dealer Credit Facility*, y el *Term Securities Lending Facility*. Se confirmó que el *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* iba a estar vigente hasta el 30 de junio de 2010.

convencionales, como por ejemplo, el establecimiento de una facilidad de depósitos a plazo remunerados, y el llamado a las primeras licitaciones de pases pasivos, aunque por un monto reducido.

En las siguientes dos reuniones (de enero y marzo de 2010) la FED continuó con medidas que iban en ese sentido. Anunció la finalización del TAF, cuya última licitación se realizó el 8 de marzo. Además, decidió incrementar el monto del *Supplementary Financing Program* de US\$ 5.000 a US\$ 200.000 millones.²⁹ El objetivo de este programa era ayudar a la FED a reducir la cantidad de liquidez del sistema financiero a través de la emisión de bonos del Tesoro mediante licitaciones especiales cuyo producido se depositaba en la FED. Por último, se confirmó que el acuerdo de *swap* de monedas con otros Bancos Centrales iba a finalizar el 1º de febrero.

En el mismo sentido de empezar a desarmar las políticas monetarias no convencionales, el ECB realizó en febrero de 2010 lo que en ese momento anunció que iba a ser la última licitación de la línea *Longer-Term Refinancing Operation* (LTRO) a seis meses.³⁰ Además, en marzo anunció que la LTRO a tres meses volvía a la modalidad de tasa de interés variable.

El primer factor que empezaba a afectar el despliegue de la estrategia de salida era el comienzo de crecientes tensiones en el mercado de deuda de algunos países de la Eurozona. Ante esta situación, durante abril de 2010 el ECB prorrogó las modificaciones al umbral de títulos de deuda aceptados como colateral.³¹ En el mismo sentido, el 3 de mayo el ECB anunció que empezaba a aceptar como colateral de las operaciones de liquidez bonos de Grecia independientemente de su calificación crediticia. Esto fue consecuencia directa de que el 27 de abril la calificadora de riesgo S&P había reducido la calificación de la deuda soberana griega a BB+, un escalón por debajo de BBB-, la calificación mínima aceptada hasta ese momento por el ECB.

En la conferencia de prensa posterior a la reunión habitual del GC del ECB, realizada el 6 de mayo, Trichet anunció que el GC no había discutido la posibilidad

²⁹ Este programa se había lanzado originalmente en septiembre de 2008 y entra esa fecha y febrero de 2010 se modificó su monto en más de una ocasión.

³⁰ La primera licitación de esta línea se realizó en abril de 2008.

³¹ Debe recordarse que la medida original se anunció en octubre de 2008 y vencía, originalmente, a fines de 2009.

de comprar bonos de deuda soberana de sus países miembros, especialmente de aquellos sometidos a un elevado *stress*. En cambio, sólo tres días después, el ECB, aduciendo que las tensiones en los mercados estaban perjudicando los mecanismos de transmisión de la política monetaria, comunicó que iba a realizar intervenciones en los mercados de deuda pública y privada para asegurar la liquidez y profundidad de esos mercados. Esta intervención se iba a realizar a través de un nuevo instrumento que se creó a tal efecto, el *Securities Markets Programme* (SMP). El mecanismo de intervención del todavía vigente SMP está pensado de manera que el efecto monetario de las compras de títulos sea neutro, puesto que se esteriliza completamente la expansión monetaria a través de la captación por parte del ECB de depósitos a 1 semana de plazo.

Junto con esto, y para hacer frente a las consecuencias en el sistema financiero del *stress* en los mercados de deuda, el ECB nuevamente volvió a licitar LTRO a 3 y 6 meses de plazo, a tasa fija y con el mecanismo de *full-allotment*.

Mientras el ECB hacía frente a la crisis de deuda soberana, la FED daba por finalizado el 30 de junio el último de los programas que estaba vigente, el TALF. A su vez, ya empezaban a surgir voces dentro del FOMC, principalmente Thomas M. Hoenig, que sostenían que el objetivo de “*niveles excepcionalmente bajos de la tasa de fondos federales por un período prolongado*” podría llevar a desbalances macroeconómicos y al surgimiento de burbujas en el precio de los activos.

En tanto esto sucedía, los datos de la economía real en EE.UU. empezaban a mostrar un debilitamiento de la recuperación, habiendo sido la tasa de variación trimestral del PIB del tercer trimestre de 2010 de 0,6% (sin estacionalidad, variación anualizada), 0,3 p.p. menor que en el trimestre previo. Al mismo tiempo, el desempleo, que había estado disminuyendo desde noviembre de 2009, comenzaba nuevamente a aumentar. Por su parte, la inflación se desaceleró notablemente en junio a 1,1% interanual, casi 1 p.p. menos que el mes previo. Inclusive, la variación sin estacionalidad respecto del mes anterior fue negativa durante mayo y junio en 0,1 y 0,2%, respectivamente.

En parte, es por esto que en su reunión de agosto de 2010 el FOMC anunció que iba a mantener sin cambios el nivel del *stock* de activos públicos y privados que adquirió en los últimos años como consecuencia de las operaciones monetarias no convencionales. Para esto, iba a reinvertir en bonos del Tesoro de largo plazo los cobros de capital de sus tenencias de *Agency Debt* y de *Agency Mort-*

gage-Backed Securities. A su vez, también anunció que iba a hacer el *roll over* de todos los bonos del Tesoro en su cartera a medida que fuesen venciendo. El FOMC también reconoció en su comunicado que el ritmo de expansión de la actividad económica había disminuido en los últimos meses.

Además, a diferencia de las reuniones del FOMC en los momentos más álgidos de la crisis (fines de 2008 y principios de 2009), en donde las votaciones habían sido unánimes, las posiciones dentro de la FED empezaron a aparecer con cierto grado de división. Esto podría deberse a que la evolución de la economía, y sobretodo de los mercados financieros, no era tan “dramática” como en aquel entonces.

En este sentido, en los meses posteriores a la reunión de agosto, se iniciaron por parte de los directores del FOMC, principalmente del presidente de la FED, Ben S. Bernanke, toda una serie de declaraciones públicas tendientes a influir en las expectativas de los agentes económicos. Unos días antes de la difusión de las minutas, y sabiendo que en las mismas se plasmaban las posiciones de otros directores de la FED de donde surgía un FOMC parcialmente dividido, es que Bernanke en su discurso de la reunión de 2010 de Jackson Hole trató de dejar en claro que la FED tenía instrumentos adicionales para aplicar y que estaba dispuesta a usarlos, de ser necesario.³²

Es así que Bernanke señaló que dentro de las principales preocupaciones de la FED se encontraban el elevado nivel de desempleo, y el hecho de que la tasa de inflación se había ubicado en los últimos meses levemente por debajo del rango deseable para el FOMC (ver más adelante). En este sentido, señaló que la FED estaba dispuesta a incrementar la liquidez en el mercado mediante políticas monetarias no convencionales si las perspectivas económicas se deterioraban significativamente.

En particular mencionó cuatro posibilidades: 1) incrementar el *stock* de títulos de largo plazo en el balance de la FED; 2) cambiar la política comunicacional de la FED; 3) reducir la tasa a la que se remuneraban las reservas excedentes; 4) incrementar el rango de tolerancia de la FED respecto de la inflación.

La primera opción parecía la más factible de llevar a la práctica. Sin embargo, Bernanke reconoció que dichas compras tendrían un efecto menor para reactivar

³² <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100827a.htm>

la economía que en ocasiones anteriores, sobre todo si se realizaban en mercados financieros más líquidos. Una de las contras de este instrumento, reconocidas en el discurso, era que generaría desconfianza respecto de la factibilidad de las futuras políticas de salida. En parte, para mitigar este temor la FED siguió trabajando en la puesta a punto de los mecanismos de salida (ver más adelante). Bernanke no mencionó entre las opciones la compra de títulos de deuda privada, como hiciese en su momento el Banco de Japón (en su década pérdida), y anunciase en mayo el ECB.

Respecto a la segunda opción, se anunciaría que: “*se espera mantener a las tasas en niveles excepcionalmente bajos por un período mayor al ya descontado en los precios de mercado*”.³³

La tercera opción, si bien técnicamente factible, no sería en principio usada debido a que la tasa a la que se remunerarían las reservas excedentes estaba en 0,25%, por lo que reducirla más podría alterar el normal funcionamiento del *Federal Fund Market*.³⁴

La última opción, que habría sido sugerida entre otros por Olivier Blanchard del FMI,³⁵ fue descartada por Bernanke puesto que los beneficios de la misma no superarían los costos de sus posibles consecuencias, entre ellas, expectativas de inflación menos estables, mayores primas por riesgo en los mercados financieros, junto con un posible impacto desestabilizador en los mercados cambiarios y de *commodities*.³⁶

Finalizando el discurso en Jackson Hole, Bernanke hizo hincapié en que la FED iba a evitar de todas las formas posibles que la estabilidad de precios fuese quebrada por una tasa de inflación persistentemente por debajo del rango de tolerancia.

Tras el discurso, diferentes presidentes de FED de distintos estados salieron a respaldar la posición de Bernanke, entre ellos, Narayana Kocherlakota de la

³³ En itálica esta la redacción habitual de los comunicados y en itálica y subrayado el cambio que Bernanke sugirió que se le podría llegar a hacer a la redacción de los comunicados. Efectivamente, ante el empeoramiento de la situación internacional (ver resumen final), en agosto de 2011 se anunció que se mantendría la TFF en estos niveles hasta mediados de 2013.

³⁴ Mercado interbancario de los EE.UU. de donde surge la TFF.

³⁵ Blanchard *et al.* (2010).

³⁶ Si bien intuitivamente entendibles algunos de ellos, Bernanke no explica por qué podrían surgir estos efectos adversos.

FED de Minneapolis, Charles L. Evans de la FED de Chicago y James Bullard de la FED de St. Louis. En cambio, Hoenig, de la FED de Kansas City, sostuvo que no estaba de acuerdo en volver a comprar bonos del Tesoro. Estas posiciones de los directores de la FED se mantuvieron en la reunión del FOMC de septiembre de 2010 de cuyas minutas surgió que una nueva ronda de expansión cuantitativa por parte de la FED era altamente probable.

Efectivamente, en la reunión de principios de noviembre de 2010, el FOMC lanzó el programa que luego se conoció como *Quantitative Easing 2* (QE2), mediante el cual planeaba adquirir US\$ 600.000 millones de títulos de largo plazo del Tesoro de EE.UU.³⁷ Dichas compras las iba a realizar entre noviembre de 2010 y junio de 2011. La FED se comprometía en dicho período a reinvertir en bonos del Tesoro también de largo plazo los cobros de capital de sus tenencias de *Agency Debt* y de *Agency Mortgage-Backed Securities*. De esta manera, si a estas compras se le suma el monto del QE2, la FED estaba anunciando un paquete de compra de títulos por US\$ 900.000 millones, aproximadamente.

Entre las políticas monetarias no tradicionales que llevó a cabo la FED entre septiembre de 2008 y principios de 2010, y las implementadas a partir de noviembre de 2010 (QE2), se debe distinguir que, en las primeras, una de las funciones que la FED buscaba cumplir era la de brindar liquidez a segmentos específicos de los agentes económicos, actuando como creador de mercado; no obstante, en el QE2 se buscaba principalmente inyectar liquidez pero no actuar como creador de mercado.

En este sentido, la compra de títulos por US\$ 600.000 millones del QE2 tenía como efecto una expansión monetaria de igual magnitud, lo que llevó a que tras el lanzamiento de este programa muchas divisas se apreciaran respecto del dólar, haciendo que algunos Bancos Centrales tomaran medidas para evitar tal apreciación (ver la sección IV.3).

Pero el QE2 no sólo tuvo una repercusión negativa fuera de los EE.UU., sino también dentro del mismo. Es por esto que la FED decidió lanzar a fines de 2010 la mayor reforma de su política comunicacional de los últimos años. En este sentido,

³⁷ Se planeaba adquirir, entre noviembre y junio de 2011, US\$ 75.000 millones por mes en bonos de entre 18 meses y 30 años, aunque el 86% de las compras se iba a concentrar en títulos con una *maturity* de 2, 5 y 10 años.

el presidente de la FED pasó a dar a partir de ese momento una conferencia de prensa tras el anuncio de cada votación del FOMC para clarificar dudas respecto del mensaje del comunicado, y para dar a conocer la visión de la FED sobre las perspectivas de la economía. Las conferencias de prensa pasaron a tener lugar tras las reuniones del FOMC que duraran dos días.³⁸

Entre julio de 2010 y principios de 2011, el BoE y el ECB mantuvieron, en términos generales, la estructura de la política monetaria con la que habían comenzado ese período.³⁹ Por otro lado, en el caso del BoE, al igual que la FED, las decisiones dentro del CPM dejaron de ser unánimes y empezó a producirse un debate privado (en las reuniones del CPM) y público (a través de discursos y declaraciones periódicas) respecto de si el sesgo de la política monetaria era el correcto, demasiado expansivo o contractivo.⁴⁰

En efecto, la reunión del CPM de febrero de 2011 se llevó a cabo apenas unos días antes de que la *Office for National Statistics* (ONS) del Reino Unido anunciara que la inflación del mes de enero de 4% interanual duplicaba la meta puntual del BoE de 2%. Tomando en cuenta sus propias proyecciones, que anticipaban este dato, es que en la reunión del CPM de febrero se produjo la votación más ajustada desde que empezó la crisis en 2007. La votación por mantener la TPM fue de 6 a 3. Desde mediados de 2010 el resultado venía siendo 8 a 1, salvo en enero que fue de 7 a 2. El miembro del CPM, Andrew Sentance, quien venía afirmando la necesidad de incrementar la tasa en 0,25 p.p., pidió esta vez un incremento de 0,5 p.p.⁴¹ En cambio, Martin Weale pidió un incremento de 0,25 p.p. (lo había pedido por primera vez en la reunión de enero). Por último, sorprendió en ese momento a los mercados que Spencer Dale, miembro del CPM y economista en jefe del BoE, se sumase a los que querían una política menos expansiva, al votar también por un incremento de 0,25 p.p. Por su parte, y como viene sucediendo desde octubre de 2010, Adam Posen votó nuevamente por un incremento del programa de expansión cuantitativa del BoE, la APF, en £ 50.000 millones.

³⁸ Estas reuniones mayormente duran un día, aunque algunas de ellas son de dos días. Esto generalmente sucede cuatro veces por año.

³⁹ Más allá de algunos cambios puntuales, principalmente en el caso del ECB, relacionados con la crisis de la deuda soberana de los países miembros de la Eurozona.

⁴⁰ Estas divergencias dentro del CPM empezaron a mediados de 2010 y se mantuvieron hasta mediados de 2011.

⁴¹ El mandato de Sentance en el CPM finalizó a mediados de 2011.

En el caso del ECB, se empezaron a dar indicios de una posible suba de su TPM durante el primer trimestre de 2011. Es así que, si bien el 3 de marzo decidió mantener sin cambios la tasa de interés aplicable a la MRO en 1% (nivel en el que se encontraba desde hace ya 23 meses), en la conferencia de prensa posterior a la reunión, Trichet anunció que muy probablemente en la próxima reunión del 7 de abril el Banco subiría la tasa de la MRO en 0,25 p.p. No obstante, destacó que una suba en abril no implicaría una seguidilla de futuros aumentos, y que la línea de liquidez LTRO a tres meses de plazo y bajo el mecanismo *full-allotment* continuaría vigente hasta junio de 2012.

En efecto, el 7 de abril el ECB decidió incrementar por primera vez desde julio de 2008 su TPM, a pesar de que muchos países miembros de la Eurozona aún mostraban variables macroeconómicas desfavorables, especialmente niveles elevados de desempleo en algunos de ellos. De esta manera, subió la tasa de interés aplicable a la *Main Refinancing Operation* (MRO) en 0,25 p.p. a 1,25%. A su vez, modificó el corredor de tasas de interés, es decir, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito, incrementando el interés aplicable a cada facilidad también en 0,25 p.p., por lo que las mismas pasaron a ser de 2% y 0,5%, respectivamente.

De las minutas de la reunión del FOMC de fines de abril de 2011 surgió que la FED empezaba a discutir nuevamente los detalles de la instrumentación de la estrategia de salida de las políticas monetarias no convencionales.⁴² En este sentido, miembros del *staff* de la FED mencionaron que a medida que la economía fuese consolidando la recuperación, la FED debería abocarse a la “normalización del sesgo de política”, junto con la “normalización de la forma en que ésta se implementa”. Lo primero implicaba cambiar el sesgo fuertemente expansivo, mientras que lo segundo significaba reducir la liquidez del sistema financiero a valores más cercanos a los históricos, junto con un cambio en la composición de activos del *System Open Market Account* (SOMA) hacia una cartera conformada casi únicamente con títulos del Tesoro de los EE.UU.⁴³

En la presentación del *staff* se resaltó que el FOMC debía decidir primero si hacía más contractivo el sesgo de la política monetaria mediante una suba de

⁴² La FED llevaba adquiridos un poco más de US\$ 450.000 producto del QE2 y ya era seguro que este programa iba a terminar en junio, cuando se hubiesen comprado los US\$ 600.000 millones en títulos del Tesoro.

⁴³ SOMA es el sistema que administra la cartera de activos financieros de la FED destinados a realizar operaciones de mercado abierto.

la TFF, venta de activos del SOMA, o una combinación de ambas acciones, restringiendo estas últimas el nivel de actividad al hacer más restrictiva las condiciones financieras. El *staff* también hizo referencia a las opciones que tenía la FED para normalizar el *portfolio* del SOMA. Podía optar entre venta directa de títulos, no renovar la tenencia que fuera venciendo, o una combinación de ambas. Además, el *staff* hizo mención a que la FED también debía decidir si usar, y en qué magnitud, los instrumentos especialmente diseñados para reducir el nivel de liquidez del sistema financiero (los pases pasivos y la captación de depósitos a plazo).

La opinión de casi la totalidad de los miembros del FOMC ante este menú de opciones se habría inclinado –según surge de las minutas– por subir la TFF cuando resultara necesario, e inmediatamente, o al poco tiempo, comenzar a reducir el *portfolio* del SOMA. Dentro de este grupo de directores de la FED, una mayoría habría estado a favor de subir cuando resultara necesario la TFF, y esperar un tiempo para reducir el tamaño del SOMA, puesto que de esta manera la FED tendría la opción de volver a bajar la TFF en caso de empeorar la situación económica. Asimismo, se planteó que la reducción de activos del SOMA debía realizarse mediante un cronograma preanunciado, y no de manera discrecional, puesto que de esta manera se estarían cambiando sólo “precios” y no “precios” y “cantidades” a la vez, lo que sería más fácil de comunicar por parte de la FED, y de interpretar por parte del mercado. De esta manera, la venta de activos sería preanunciada y pasaría a ser un elemento exógeno, volviendo a ser el principal instrumento de política la TFF.

Dos meses después, en las minutas de la reunión de junio del FOMC surgió una estructura más armada de cómo se implementaría la estrategia de salida de la FED, manteniéndose los grandes lineamientos de las minutas de abril. En efecto, los lineamientos serían los siguientes:

- El FOMC comenzaría no reinvertiendo en bonos del Tesoro los vencimientos de capital de su tenencia de activos (principalmente, *Mortgage Backed Securities*) producto de sus programas de expansión cuantitativa.
- Al mismo tiempo, o unos meses después, el FOMC modificaría el *wording* que habitualmente usaba en el comunicado de sus reuniones en donde mencionaba que la TFF se mantendría en niveles excepcionalmente bajos por un tiempo prolongado; adelantando, de esta manera, que serían más probables aumentos

en la TFF. Y para poder subir la tasa cuando efectivamente se lo considerara adecuado, comenzaría con algunas operaciones de reducción de liquidez en el sistema financiero.

- Cuando las condiciones de la economía lo permitieran, el FOMC subiría el objetivo de la TFF. Desde ese momento, el principal instrumento de la política monetaria volvería a ser la TFF. Durante este proceso de normalización de la política monetaria, podría ser necesario incrementar la tasa a la que se remuneraba el exceso en la integración de los encajes y, junto con esto, realizar operaciones que influyeran sobre el nivel de liquidez del sistema, de manera que la TFF efectiva convergiera al objetivo respecto de la TFF que hubiera fijado el FOMC.
- Por último, un tiempo después del primer incremento de la TFF, comenzaría la venta de activos mediante un cronograma preanunciado.

Unos meses después, en su reunión de julio de 2011 el GC del ECB decidió nuevamente, y a pesar de las fuertes tensiones en el mercado de deuda de la Eurozona, aumentar su TPM en 0,25 p.p. a 1,5%, incrementando, a su vez, en igual monto las tasas del corredor (la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito).

Con estas últimas medidas por parte de la FED y el ECB es posible observar que dos Bancos Centrales de este grupo de tres estaban nuevamente empezando a implementar, si bien con diferencias de grado y estilo, sus estrategias de salida de la política monetaria expansiva que habían impulsado en los últimos años. En cambio, el BoE parecía estar más proclive a mantener, por lo menos hasta fines de 2011, el estado actual de su política monetaria; esto es, su TPM en 0,5% y la APF con un *stock* de £ 200.000 millones.

III.4. Cambios en el activo de los Bancos Centrales⁴⁴

Las medidas analizadas en este trabajo tuvieron un impacto tanto en el tamaño como en la composición de los balances de la FED, el BoE y el ECB. En efecto, en los dos primeros casos sus activos se triplicaron, y aunque en el caso del

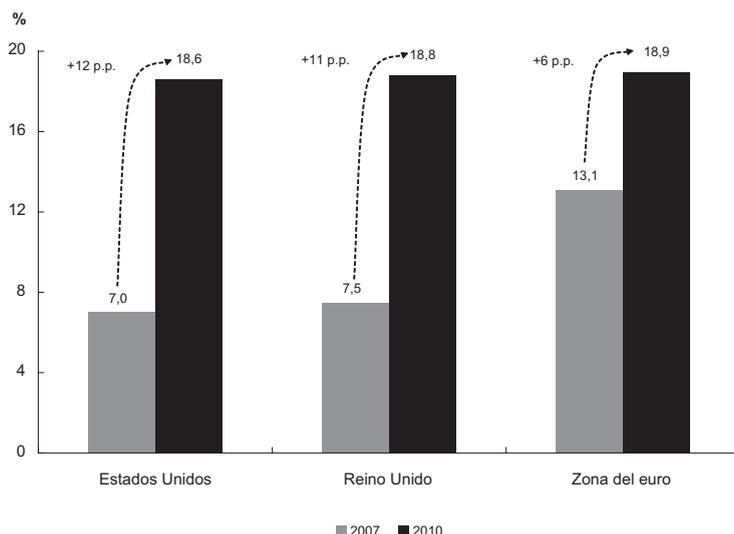
⁴⁴ Un análisis más completo sobre este tema puede encontrarse en el Apartado 3 del Informe de Inflación del BCRA del Tercer Trimestre de 2011.

ECB el aumento fue considerablemente menor, alcanzaron un tamaño notoriamente similar en relación con la dimensión de sus economías en 2010 (19 p.p.) (ver el Gráfico 5).

En el caso de Estados Unidos previo al estallido de la crisis *subprime* de mediados de 2007, el activo de la FED era de aproximadamente US\$ 900.000 millones y estaba compuesto principalmente por bonos del Tesoro (87%) y, en menor medida, por operaciones *repo* (3%) y otros activos (10%). Esta composición empezó a modificarse a fines de aquel año, principalmente por el lanzamiento de una nueva facilidad de financiamiento a plazo, y por los acuerdos de *swaps* de divisas con otros Bancos Centrales (ver el Gráfico 6).

Tras la quiebra de LBH, el activo de la FED creció de forma vertiginosa, más que duplicándose en un par de meses y llegando a triplicarse en los últimos tres años. Sin embargo, tan notorio como el crecimiento cuantitativo resulta el cambio en la composición del activo. En este sentido, los bonos del Tesoro, sin haber variado significativamente su saldo, pasaron de representar el 87% del activo a sólo el 32% a fines de junio de 2010. A esa fecha, los MBS, eran el principal componente del activo de la FED, alcanzando casi el 50%. Le seguían los títulos

Gráfico 5 / Activos de Bancos Centrales en términos del PIB



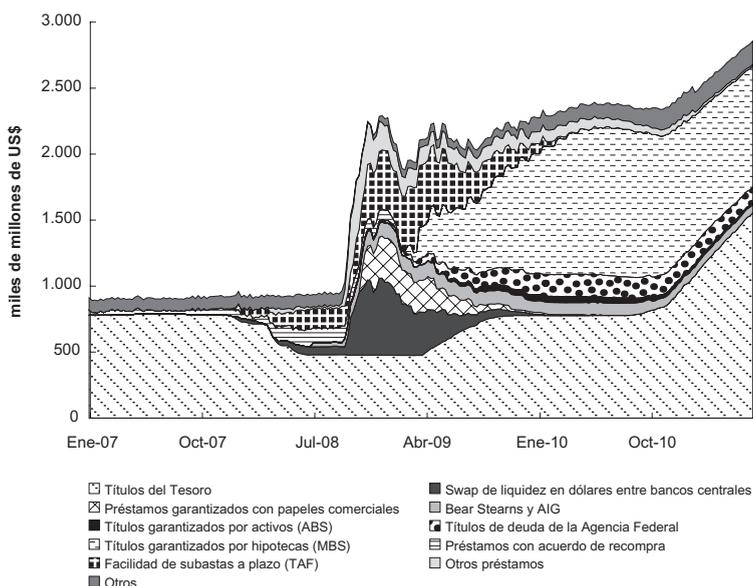
Fuente: elaboración propia en base a información de los bancos centrales.

de deuda de las agencias federales de crédito hipotecario nacionalizadas en septiembre de 2008 (principalmente de Fannie Mae y Freddie Mac) con 7%, y los activos vinculados a los rescates de Bear Stearns y AIG con 4%.

Con el lanzamiento del QE2 a mediados de noviembre de 2010, nuevamente se modificó el tamaño y la composición del activo de la FED, volviendo a aumentar la participación de los bonos del Tesoro, no sólo por las compras asociadas a este programa, sino también por la decisión de reinvertir en estos títulos, los servicios de MBS y de la deuda de las agencias federales de crédito. Así, a principios de junio de 2011 los bonos del Tesoro volvieron a ser el principal rubro del activo de la FED, con casi el 55%, seguido por los fideicomisos financieros respaldados por créditos hipotecarios, que representaban el 32%.

El caso del BoE fue similar dado que también se multiplicó el tamaño de su activo tras la caída de LBH, alcanzando un máximo a mediados de octubre de 2008. Este incremento se explicó, en gran medida, por el uso intenso de los pases a largo plazo. Desde comienzos de 2009, *pari passu* la disminución del fondeo otorgado a través de estos pases de largo plazo, empezó a aumentar la

Gráfico 6 / Balance de la Reserva Federal de Estados Unidos



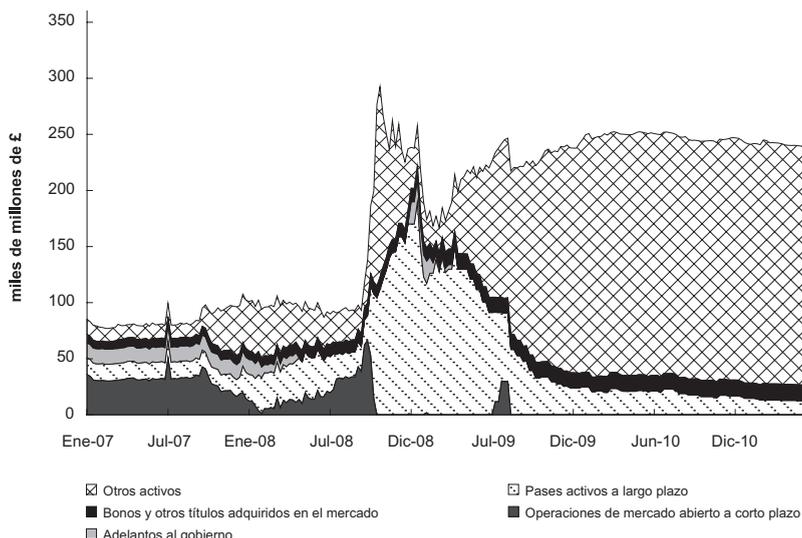
Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

importancia de los otros activos dentro de su balance, debido principalmente al lanzamiento de la APF en enero de ese año (ver el Gráfico 7). Por ello, a principios de junio de 2011 el activo del BoE resultó dos veces y media mayor que antes de la crisis.

En cambio, el caso del ECB fue algo diferente. No se crearon nuevos instrumentos sino que se recurrió, principalmente, a líneas de liquidez que ya estaban disponibles con anterioridad, sólo modificando, en ciertos casos, algunas condiciones de las mismas. Tampoco, como se mencionó, el tamaño del balance del ECB creció tanto, ya que entre septiembre de 2008 y mayo de 2011 aumentó sólo un 30% (ver el Gráfico 8).

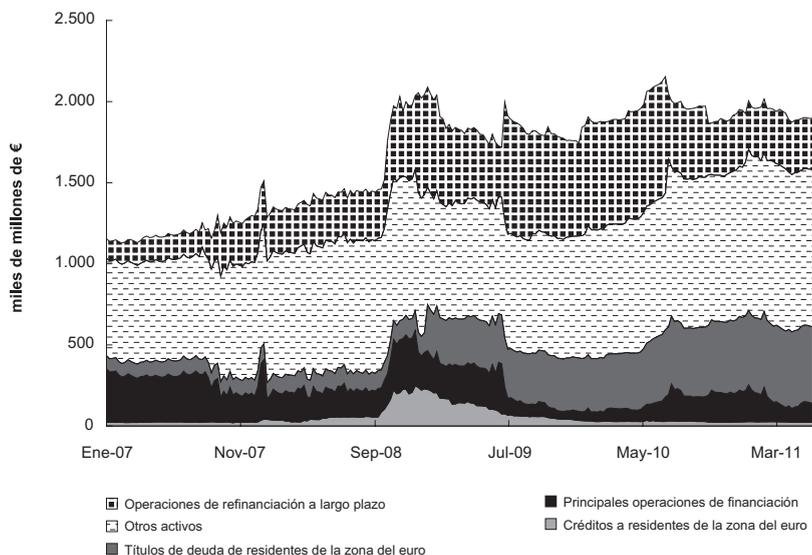
No obstante, la modificación más importante en el balance del ECB se observó más tarde, con el devenir de la crisis de la deuda soberana de algunos países de la región, cuando se relajaron los estándares respecto de los títulos de deuda soberana que podían ser admitidos como colateral de las líneas de liquidez regulares. Poco después, frente a las implicancias fuertemente distorsivas que tenía en el mercado interbancario de la zona del euro el creciente *stress* en la cotización de los títulos de deuda soberana de algunos países miembros, se lanzó un programa

Gráfico 7 / Balance del Banco de Inglaterra



Fuente: Banco de Inglaterra.

Gráfico 8 / Balance del Banco Central Europeo



Fuente: Banco Central Europeo.

de liquidez, mediante el cual se llevaban incorporados al activo del ECB para mediados de 2011 aproximadamente € 75.000 millones de los títulos de deuda más afectados en sus cotizaciones, lo que representaba un 4% su activo.

IV. La política monetaria de los países emergentes durante la crisis

La crisis financiera internacional dio lugar, como se mencionó, a una activa participación y a una mayor coordinación internacional de los Bancos Centrales, constituyendo la quiebra de LBH un punto de inflexión en la orientación y la implementación de la política monetaria de los países emergentes.⁴⁵ Es por ello que a fin de examinar el accionar de los Bancos Centrales de este grupo de países desde los inicios de la crisis, resulta útil dividir el análisis en tres etapas bien marcadas, que difieren de las señaladas para los bancos centrales de los países desarrollados dado que la crisis tuvo una dinámica diferente en estas economías. Una primera, que abarca el período previo a la quiebra de LBH, caracterizada por las esperanzas de un

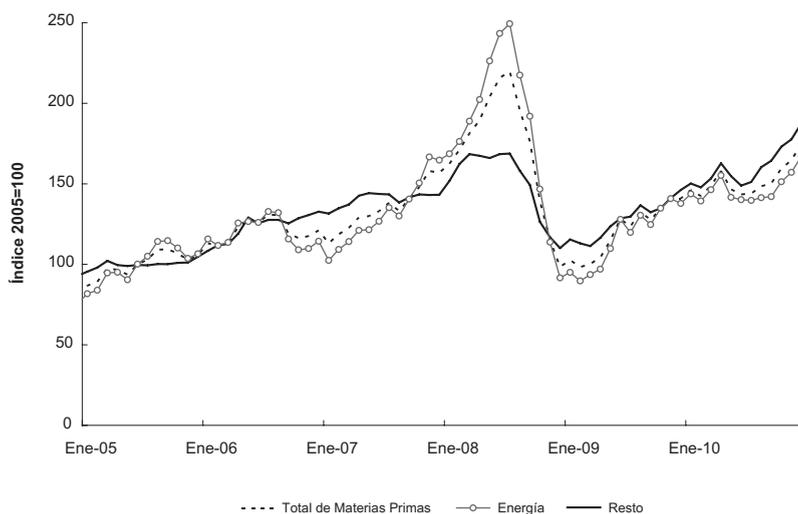
⁴⁵ El análisis se concentrará en los bancos centrales de las economías emergentes de Asia y América Latina.

posible desacople, en la que aún reinaban las políticas monetarias contractivas. La segunda etapa, desde septiembre de 2008 a mediados de 2010, coincide con el agravamiento de la crisis y la desaceleración económica global, en la que se observa un cambio rotundo en el sesgo de la política monetaria de los países emergentes. La última etapa, desde mediados de 2010 en adelante, signada por el dilema que enfrentan los países emergentes a la hora de comenzar a retirar los estímulos monetarios en un contexto de fuerte entrada de capitales y presiones inflacionarias. A continuación se describen cada uno de estos momentos, poniéndose énfasis en la segunda y la tercera etapa por tratarse de las más relevantes en términos de las medidas adoptadas por las distintas autoridades monetarias.

IV.1. Primera etapa, la política monetaria y las perspectivas de desacople: desde el inicio de la crisis hasta septiembre de 2008

Hasta mediados de 2008 la crisis financiera había afectado fundamentalmente a los países avanzados, en tanto los emergentes parecían tener el privilegio de convertirse en meros espectadores de tal acontecimiento histórico. Por supuesto que no todos los países emergentes presentaban el mismo grado de exposición a un posible contagio. La vulnerabilidad de cada país variaba en función de las características de su estructura productiva, sus lazos comerciales, el grado de aper-

Gráfico 9 / Índice de Precios de Materias Primas



Fuente: elaboración propia en base a datos del EFI, FMI.

tura comercial y financiera y su dependencia del financiamiento externo, entre otros factores; pero en términos generales predominaban las esperanzas de desacople.

La preocupación por la aceleración de la inflación ocasionada por el alza de los precios de los *commodities*, que a mediados de 2008 habían alcanzado máximos históricos (ver el Gráfico 9), seguía siendo uno de los principales factores detrás de las decisiones de política monetaria en las economías emergentes. En este sentido, el objetivo prioritario continuaba siendo la estabilidad de precios, para lo cual se tomaron medidas con un sesgo contractivo, que en la mayoría de los casos consistieron en subas de las tasas de interés de referencia (ver el Gráfico 11 de la página 234).

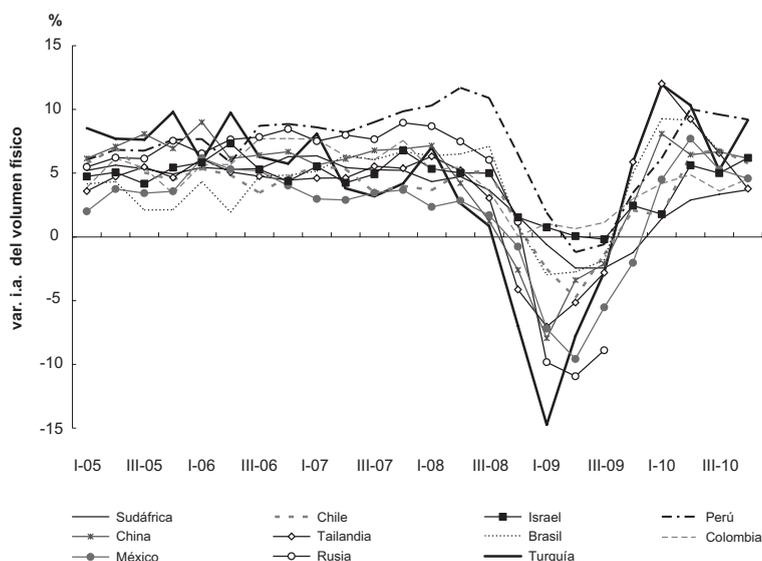
IV.2. Segunda etapa, la política monetaria una vez que la crisis demostró ser global, medidas convencionales y no convencionales: desde septiembre de 2008 a mediados de 2010

Ante la quiebra de LBH las turbulencias financieras se intensificaron y sus efectos a través de las vías comercial y/o financiera sobre las economías emergentes comenzaron a hacerse más evidentes. Las autoridades económicas de estas regiones no tardaron en reconocer que los países emergentes no serían inmunes a la crisis internacional, perdiéndose las esperanzas iniciales de un posible desacople. En este contexto, los gobiernos de las regiones emergentes reaccionaron rápidamente aplicando diversas medidas económicas tendientes a aminorar el impacto de la crisis (en general se implementaron planes de estímulo fiscal, centrados principalmente en la reducción de impuestos al consumo y a la inversión, buscando sostener el gasto interno), mientras que los Bancos Centrales se vieron obligados a dar un giro repentino a la orientación de sus políticas monetarias.⁴⁶

En el último trimestre de 2008 las economías emergentes habían experimentado una fuerte desaceleración en su ritmo de crecimiento, registrando a principios de 2009 tasas de crecimiento del PIB negativas (ver el Gráfico 10). Las economías más afectadas por la reducción de la demanda externa de bienes transables fueron aquellas que tenían una mayor apertura comercial y un menor grado de

⁴⁶ La política fiscal en los países emergentes estuvo orientada fundamentalmente a promover el consumo y la inversión y no a restablecer el normal funcionamiento del sector financiero a través del rescate de instituciones en problemas, como en los países desarrollados.

Gráfico 10 / Producto interno bruto



Fuente: elaboración propia en base a datos del EFI, FMI.

diversificación de sus exportaciones, como así también las que dependían en mayor medida del ciclo económico de EE.UU. (como es el caso de México), o cuyos principales socios comerciales fueron más sensibles a la crisis. Los países emergentes también debieron enfrentar el impacto canalizado por la vía financiera, viéndose más perjudicados aquellos que presentaban mayores necesidades de financiamiento externo, mercados de capitales y sistemas financieros locales más vulnerables, menor solvencia fiscal, y/o menor *stock* de reservas internacionales, entre otros factores.

Hay que destacar que los países emergentes se encontraron ante esta crisis con *fundamentals* más sólidos que en el pasado, lo que les permitió desarrollar políticas contracíclicas. Gran parte de estas economías presentaban superávits gemelos (fiscal y de cuenta corriente), un importante *stock* de reservas internacionales, tipos de cambio flexibles, y habían reformado sus sistemas financieros adoptando regulaciones más sólidas y consistentes que minimizaban descalces. Debe enfatizarse en particular el importante rol que tuvo el *stock* de reservas internacionales que se había acumulado en el mundo emergente durante los últimos años, el cual constituía un seguro abstracto hasta el momento en que se desencadenó la crisis y, a partir de entonces, comenzó a mostrar beneficios

concretos al permitir amortiguar la volatilidad de los flujos de capitales en los mercados cambiarios locales.

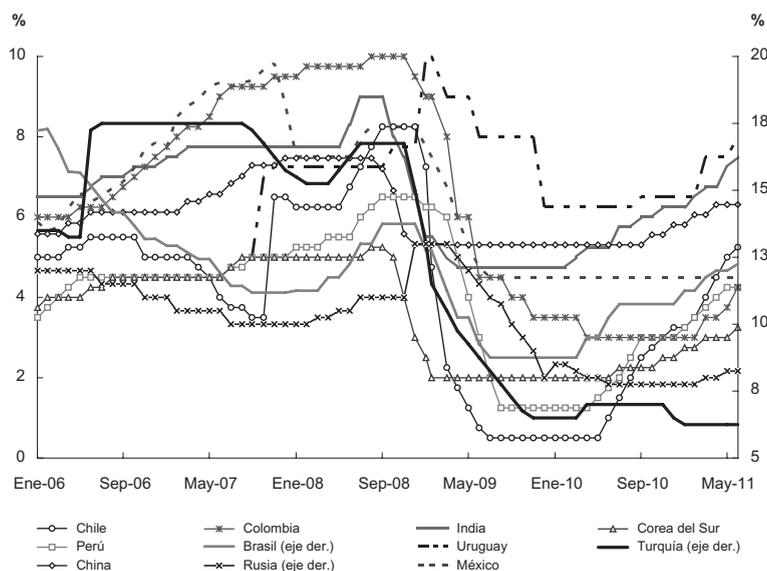
Las distintas iniciativas de política monetaria estuvieron orientadas a lidiar con las condiciones de *stress* del mercado interbancario, los menores niveles de actividad económica y las presiones sobre el mercado de cambios por la salida de capitales. Además de las medidas tradicionales, como reducciones de las tasas de interés de referencia, flexibilización de los encajes bancarios y provisión de liquidez en los mercados financieros mediante operaciones de mercado abierto, los Bancos Centrales de diversos países emergentes también recurrieron a medidas poco convencionales o de carácter excepcional. No obstante, vale remarcar una diferencia fundamental entre las medidas no convencionales adoptadas en los países emergentes y desarrollados, más allá del tipo de medidas y la escala de las mismas. Mientras que en las economías avanzadas la política monetaria no convencional vino a sustituir a la política tradicional de tasas de interés, debido a las limitaciones del *zero lower bound*, en los países emergentes dichas medidas fueron complementarias. Más adelante se realiza una caracterización de las medidas no convencionales en los países emergentes.

El cambio en el sesgo de la política monetaria de los países emergentes, que se produjo en el último trimestre de 2008 en respuesta a la nueva coyuntura internacional a partir de los efectos generados por la quiebra de LBH, se reflejó en la reducción de las tasas de interés de referencia, dejando atrás el ciclo de políticas contractivas (ver el Gráfico 11).

Entre los Bancos Centrales más agresivos a la hora de corregir a la baja sus tasas de interés de referencia, dada la magnitud de la reducción aplicada, se destacaron el de Turquía, que entre septiembre de 2008 y junio de 2010 redujo su tasa de política monetaria en 9,75 p.p. (ver el Gráfico 12), seguido por las autoridades monetarias de Colombia y Chile, que lo hicieron en 7 p.p. y 6,75 p.p., respectivamente. La mayoría de estos países alcanzaron niveles históricamente bajos en sus tasas de interés de referencia. En tanto, el Banco Central de Uruguay fue el único que hasta enero de 2009, inclusive, continuó aumentando su tasa de interés de referencia con la finalidad de defender la paridad de su moneda, y recién comenzó a bajarla dos meses más tarde.

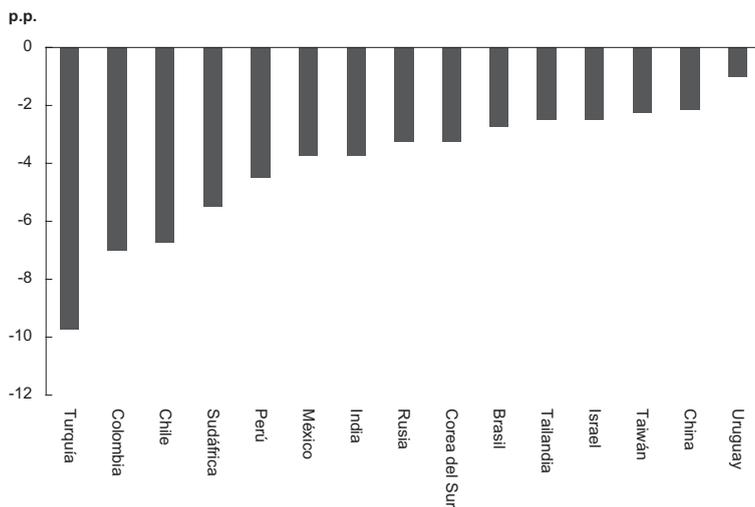
Adicionalmente, a fin de mejorar las condiciones de liquidez de los mercados financieros, países como Perú, Colombia, Brasil, Uruguay, India, Turquía, China

Gráfico 11 / Tasas de interés de referencia de países emergentes seleccionados



Fuente: elaboración propia en base a los respectivos bancos centrales.

Gráfico 12 / Tasas de interés de referencia. Reducción acumulada entre septiembre de 2008 y junio de 2010



Fuente: elaboración propia en base a datos de los respectivos bancos centrales.

y Corea del Sur flexibilizaron su política de encajes, generalmente a través de reducciones de los coeficientes de encaje (ver la Tabla 2). No obstante, el Banco Central de Reserva del Perú, además de reducir sucesivamente la tasa de encaje mínimo legal (que pasó de 9% en octubre de 2008 a 6% en junio de 2010), eliminó el encaje marginal en moneda nacional.⁴⁷ Por su parte, el Banco de la República de Colombia eliminó el depósito al endeudamiento externo vigente desde mayo de 2007, que consistía en un encaje no remunerado de 40% del valor del desembolso y debía ser mantenido en la entidad por un período de seis meses. En cambio, el Banco Central de Corea del Sur optó por remunerar los depósitos encajados.

Tabla 2 / Requerimientos de encaje

	III-2008		II-2010	
	Moneda doméstica	Moneda extranjera	Moneda doméstica	Moneda extranjera
Perú	9%	9% (1)	6%	6% (1)
Brasil (2)	53% (3) - 23% (4)		51% (3) - 23% (4)	
Colombia	11,5% (3) - 6% (5)	-	11% (3) - 4,5% (5)	-
Uruguay	25% (6)	35% (7)	12% (6)	17% (7)
India	9% (8)	-	6% (8)	-
Turquía	6%	11%	5%	9,5%
China	17,5% (9)	-	16,5% (9)	-

(1) La tasa marginal para los encajes en moneda extranjera pasó de 35% en noviembre de 2008 a 30% en junio de 2010. (2) Incluye encajes adicionales. En Septiembre de 2009 el requerimiento de encajes alcanzó el 47% para los depósitos a la vista y un 17,5% para los depósitos a plazo en moneda local. (3) Requerimiento sobre los depósitos a la vista. (4) Requerimientos sobre los depósitos a plazo. (5) Requerimiento sobre los depósitos a término a plazos menores a 18 meses. (6) Requerimientos sobre las obligaciones en moneda nacional a la vista, con preaviso y a plazo contractual menor a 30 días. (7) Requerimientos sobre las obligaciones con residentes en moneda extranjera a la vista, con preaviso y a plazo contractual de hasta 180 días. (8) Corresponde al Cash Reserve Ratio (CRR). (9) Corresponde a la tasa de encaje promedio para las entidades medianas y grandes del sistema financiero. A fines de 2009 llegó a 15,5% y a partir de 2010 la autoridad monetaria china comenzó a incrementarla.

Fuente: elaboración propia en base a información de los respectivos bancos centrales.

Como fuera comentado anteriormente, además de las medidas de política monetaria tradicionales, las autoridades monetarias de algunos países emergentes complementaron su accionar con una multiplicidad de medidas no convencionales, que si bien fueron bastante heterogéneas dado su carácter excepcional, podrían dividirse en tres grandes grupos:

⁴⁷ En julio de 2010 volvió a determinarse la aplicación de un encaje marginal a los incrementos de los pasivos en moneda nacional respecto a una fecha base. Al momento de finalizar este trabajo dicho requerimiento era del 25% de los pasivos sujetos a encaje.

a) Facilidades de liquidez adicionales a las facilidades operativas tradicionales

Ante el agravamiento de la crisis financiera internacional, diversos Bancos Centrales tuvieron la necesidad de crear nuevos instrumentos para mejorar las condiciones de liquidez de los mercados financieros, lo que llevó a la introducción de cambios en el marco operativo de la política monetaria. Entre ellos se destacó el Banco Central de Chile, que en julio de 2009 decidió establecer una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para las entidades del sistema financiero, mediante la cual se otorgaba liquidez a 90 y 180 días al nivel de la TPM vigente, siendo los colaterales exigidos en contrapartida los mismos que para las operaciones vigentes a 1 día hábil. Tal como estaba previsto, el acceso a esta facilidad se extinguió en mayo de 2010 mediante la aplicación de reducciones mensuales del plazo máximo de la FLAP en 30 días a partir de diciembre de 2009.

Adicionalmente, el Banco de México estableció en octubre de 2008 una facilidad adicional para la provisión temporal de liquidez, por medio de la cual las entidades financieras podían obtener financiamiento por un monto ilimitado a un día hábil. Dicho monto debía estar respaldado por activos entregados como garantía, entre los que se aceptaban los depósitos de regulación monetaria (DRM) que la institución que se endeudaba mantenía en el Banco Central o títulos de deuda elegibles.

En octubre de 2008 el Banco Central de Reserva del Perú, que ya ofrecía licitaciones de *swaps* de dólares, dio la opción de realizar estas operaciones por ventanilla, con el propósito de otorgar mayor flexibilidad en las operaciones de liquidez. A través de este instrumento, el Banco adquirió divisas de las entidades financieras, con el compromiso de reventa al día hábil siguiente de haberse pactado la operación, a fin de proveer liquidez en nuevos soles peruanos a aquellas entidades financieras que no contaban con títulos de la autoridad monetaria o del Tesoro como colaterales. Posteriormente, en abril de 2009 decidió incorporar como instrumento de regulación monetaria operaciones de pases activos con cartera de créditos otorgados por entidades financieras, representada en títulos valores, bajo la modalidad de licitaciones o ventanilla.

Por otro lado, muchos Bancos Centrales, si bien no introdujeron nuevos instrumentos de política monetaria, relajaron las condiciones bajo las que habitualmente realizaban las operaciones de mercado abierto de inyección de liquidez, al ampliar

la lista de activos elegibles como colaterales, las contrapartes aceptadas o extender los plazos de las operaciones. Por ejemplo, el Banco Central de Reserva del Perú extendió en octubre de 2008 los plazos de las operaciones de *repo* hasta 1 año y amplió el número de entidades participantes en las licitaciones al incorporar a las administradoras privadas de fondos de pensiones (AFP) y a las sociedades administradoras de fondos mutuos, con sus propios recursos o con los fondos que administraban. Resulta también interesante mencionar el caso del Banco de Corea del Sur, que durante la crisis inyectó liquidez por el equivalente a 2,7% del PIB (28 trillones de won) a través de diferentes medios.⁴⁸ Entre ellos, además de remunerar la integración de encajes, como fuera mencionado anteriormente, subió el límite correspondiente a la facilidad denominada *Aggregate Credit Ceiling Loans*, destinada a incrementar el financiamiento a las PyMEs, desde 6,5 trillones de won a 9 trillones de won en noviembre de 2008 y a 10 trillones de won en marzo de 2010. Además, otorgó liquidez a través de OMA a las instituciones financieras que suscribieron al *Bond Market Stabilization Fund*. Este fondo se creó tras la quiebra de LBH con aportes de bancos, compañías de seguros y sociedades de bolsa para proveer liquidez de manera preventiva a los sectores más frágiles. A su vez, el Banco de Israel condujo un programa de compra de bonos del gobierno a través de operaciones de mercado abierto en el mercado secundario entre febrero y agosto de 2009.

b) Mecanismos excepcionales de provisión de liquidez en moneda extranjera

Las distintas alternativas de provisión de liquidez en moneda extranjera elegidas por los Bancos Centrales de países emergentes estuvieron orientadas fundamentalmente a intervenir en el mercado cambiario ante la pérdida de valor de sus monedas, así como también a otorgar financiamiento en dólares a determinados sectores.

En este sentido, si bien algunos países emergentes permitieron la devaluación de sus monedas con el propósito de incentivar la demanda externa, para evitar los efectos adversos de un desmedido *overshooting* ante el fuerte flujo de salida de capitales asociado al fenómeno "*flight to quality*", pusieron un límite a dicha devaluación mediante la venta de reservas internacionales. Brasil, México, Corea del Sur y Singapur obtuvieron líneas de liquidez en dólares mediante *swaps* con la FED por hasta US\$ 30.000 millones cada uno.

⁴⁸ Para un mayor grado de detalle ver Tsutsumi y Cargill (2010).

Asimismo, el Banco de México reactivó en octubre de 2008 el mecanismo de venta de dólares a través de subastas diarias con precio mínimo. De esta manera, ofreció diariamente US\$ 400 millones a través de subastas a un tipo de cambio mínimo de 2% por encima del tipo de cambio del día hábil inmediato anterior. Asimismo, realizó subastas extraordinarias de dólares para atender demandas excepcionales de divisas.

En la misma dirección, en octubre de 2008 el Banco Central de Reserva del Perú puso a disposición de las entidades financieras un nuevo instrumento de provisión de liquidez en dólares al dar la opción de realizar operaciones de pases activos en moneda extranjera (hasta ese momento podían realizarse únicamente en moneda nacional) utilizando títulos públicos y del propio Banco, tanto bajo la modalidad de compra directa como a través de licitaciones.

También vale mencionar que el Banco Central de la República de Turquía suspendió en octubre de 2008 las licitaciones de compra de divisas y ese mismo mes llevó a cabo dos licitaciones de venta de divisas por un monto total de US\$ 100 millones. Dichas licitaciones se reanudaron entre marzo y abril de 2009 y significaron la venta de US\$ 900 millones.

Por su parte, el Banco Central de Chile realizó licitaciones de depósitos en dólares provenientes del fisco chileno para proveer liquidez de fondos en divisas al mercado. Más específicamente, en su carácter de agente fiscal del gobierno chileno, el Banco informó en noviembre de 2008 el inicio de la inversión de excedentes estacionales en dólares de la Cuenta Única Fiscal a través de subastas de depósitos bancarios.

Por último, el Banco Central de Brasil decidió prestar reservas internacionales ante la reducción de las líneas de financiamiento destinadas a exportaciones para ser utilizadas con este fin, al tiempo que anunció la financiación de vencimientos de obligaciones externas de empresas brasileras con similares recursos.

c) Compra de activos de instituciones con problemas financieros

Debido a la escasa exposición de los sistemas financieros de las economías emergentes al riesgo *subprime*, el impacto de la crisis en términos de la solvencia de los bancos y otras entidades financieras fue muy limitado. Sin embargo, algunos

países intervinieron a fin de preservar la estabilidad financiera tomando medidas tendientes a recapitalizar a las entidades financieras afectadas.

En este sentido, el gobierno de Brasil autorizó en octubre de 2008 al Banco de Brasil y a la Caja Económica Federal (entidades públicas) a comprar instituciones financieras privadas en dificultades, como así también empresas de seguro y de seguridad social. Adicionalmente, creó un banco de inversión en la Caja Económica Federal para comprar acciones de empresas inmobiliarias y de construcción, entre otras, que estuviesen atravesando fuertes dificultades financieras.

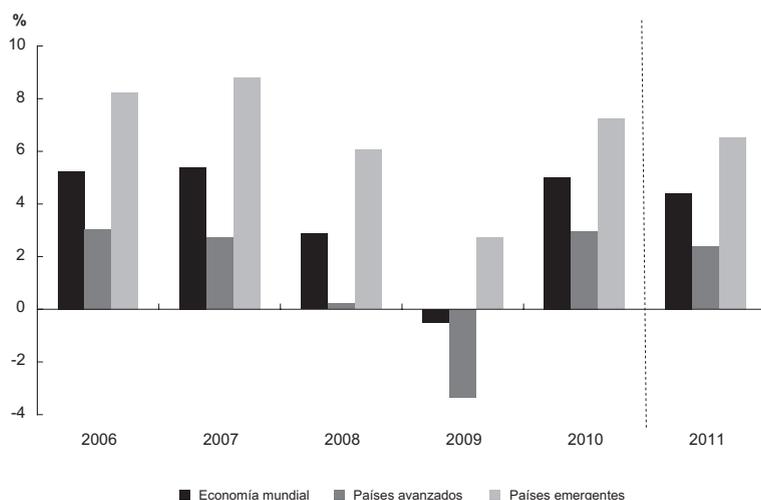
Otra medida para destacar es la creación en diciembre de 2008 del *Bank Recapitalisation Fund* con aportes del Banco de Desarrollo de Corea del Sur y la autoridad monetaria (12 trillones de won en conjunto) y de ciertos inversores institucionales (8 trillones de won). Con los recursos del fondo se compraron bonos subordinados, bonos híbridos y acciones preferidas a bancos con dificultades financieras, con la condición de que estos bancos no interrumpieran el financiamiento a las empresas y, particularmente, a las PyMEs. En este sentido, a los bancos que recibían asistencia del fondo se los evaluaba mensualmente en términos de sus esfuerzos de reestructuración y su contribución al financiamiento de actividades productivas.

IV.3. Tercera etapa, ajuste de la política monetaria en un contexto de presiones inflacionarias y entrada de capitales: desde mediados de 2010 en adelante

En el segundo semestre de 2009 comenzaron a advertirse los primeros signos de recuperación en los países emergentes, observándose a lo largo de 2010 un renovado dinamismo sobre la base de una mayor demanda interna y externa. En efecto, las economías emergentes, que en 2009 registraron la menor tasa de expansión de la última década (2,3%), crecieron 7,3% en 2010. Este elevado ritmo de crecimiento difirió sustancialmente del registrado por los países avanzados (3%). Asimismo, las perspectivas de crecimiento para 2011 de los países avanzados son bastante menos optimistas respecto a las de los países emergentes. En efecto, según el FMI, estos últimos registrarían una tasa de crecimiento proyectada para 2011 de 6,6%, mientras que los países avanzados crecerían 2,2% (ver el Gráfico 13).

Las presiones por el lado de la demanda que trajo aparejada la reactivación económica, sumado al alza de los precios internacionales de los *commodities*,

Gráfico 13 / Producto interno bruto (variación anual del PIB a precios constantes)



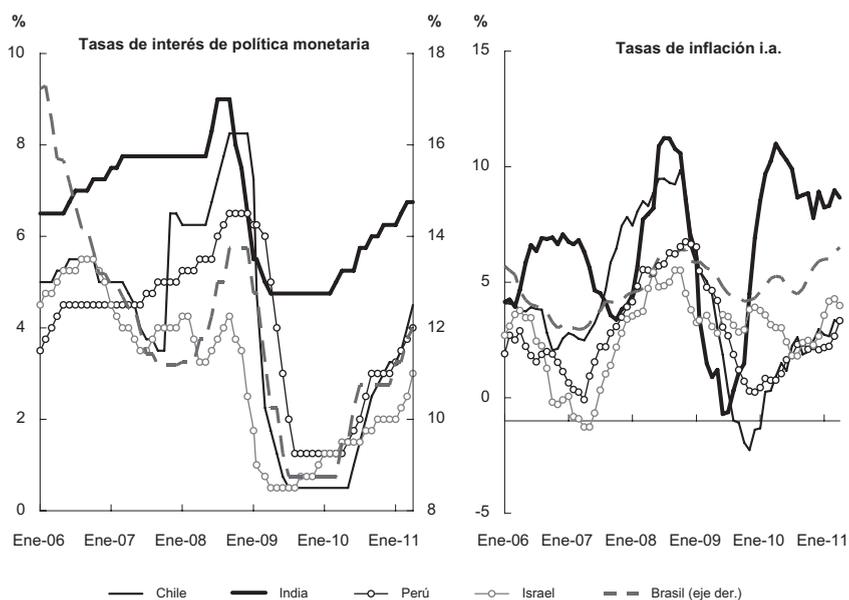
Fuente: elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional World Economic Outlook.

dieron lugar a la aparición de presiones inflacionarias en muchos países emergentes, llevando a las autoridades monetarias de países como India, Brasil, Perú e Israel a tomar la decisión de empezar a subir sus tasas de interés de política en la primera mitad de 2010 (ver el Gráfico 14).

En efecto, en la mayoría de los países emergentes cuyos Bancos Centrales tienen regímenes monetarios con metas de inflación se advierte que dicha variable se encontraba en julio de 2011 cerca del límite superior del rango meta, y en algunos casos estarían incumpliendo la meta si se interpretase el horizonte temporal como “en todo momento”. Tal es el caso de Brasil, Perú, Uruguay, Corea del Sur e Israel (ver la Tabla 3).

Por otra parte, las distintas perspectivas de crecimiento de los países desarrollados y emergentes junto con el diferencial de rendimiento que poseen los activos financieros de estas economías reconfiguraron los flujos de inversión que se orientaron mayormente a las economías emergentes. En este sentido, la política monetaria extremadamente laxa seguida por los países desarrollados, que llevó sus tasas de interés de referencia a niveles históricamente bajos, y la decisión de algunos países emergentes de ajustar el sesgo de su política monetaria a principios de

Gráfico 14 / Tasas de política monetaria y tasas de inflación. Países emergentes



Fuente: elaboración propia en base a los respectivos bancos centrales.

2010, contribuyeron a amplificar el diferencial en el retorno de las inversiones en ambos grupos de países. Dado el contexto de abundante liquidez en los mercados internacionales y de mayor apetito por el riesgo de los inversores, este hecho precipitó la entrada de grandes volúmenes de capital de corto plazo en busca de una mayor rentabilidad en los países emergentes.

Los principales beneficios asociados al ingreso de capitales están vinculados a los flujos de mediano y largo plazo, fundamentalmente, a la Inversión Extranjera Directa, que facilita la transferencia de tecnología por parte de las economías más desarrolladas. Los mayores costos están asociados a los flujos de capitales de corto plazo, que al ser más volátiles conllevan la posibilidad de reversiones abruptas, junto con efectos adversos vinculados principalmente a la apreciación nominal del tipo de cambio y la consiguiente pérdida de competitividad en los mercados internacionales, a la formación de burbujas en el precio de algunos activos, o a un excesivo crecimiento de la demanda doméstica y del crédito a corto plazo que genere presiones inflacionarias.

Tabla 3 / Regímenes monetarios con metas de inflación. Julio de 2011

País	Meta de inflación	Tipo de meta	Inflación efectiva (variación i.a.)
Brasil	4,5% ± 2 p.p.	Puntual + Tolerancia	6,87%
México	3% ± 1 p.p.	Puntual + Tolerancia	3,55%
Chile	3% ± 1 p.p.	Puntual + Tolerancia	2,91%
Perú	2% ± 1 p.p.	Puntual + Tolerancia	3,35%
Uruguay	4-6%	Rango	8,25%
Colombia	2-4%	Rango	3,42%
Turquía	5,5% ± 2 p.p.	Puntual + Tolerancia	6,31%
Indonesia	5% ± 1 p.p.	Puntual + Tolerancia	4,61%
Tailandia	0,5-3%	Rango	2,60%
Corea del Sur	3% ± 1 p.p.	Puntual + Tolerancia	4,70%
Sudáfrica	3-6%	Rango	5,30%
Israel	1-3%	Rango	3,42%

Nota: Los países sombreados estarían incumpliendo su meta si se interpretase el horizonte temporal como "en todo momento".
Fuente: elaboración propia en base a datos de los respectivos bancos centrales.

Ante este escenario de fuerte entrada de capitales con presiones inflacionarias, las autoridades monetarias de los países emergentes debieron enfrentarse a un viejo dilema, ya que un aumento de la tasa de interés de política monetaria dirigida a morigerar el crecimiento de la demanda agregada y, de esta manera, a contener el alza de los precios, generaría también un mayor incentivo a la entrada de capitales, exacerbándose los problemas que se buscaban evitar. Por consiguiente, los Bancos Centrales de algunos de estos países debieron buscar otras alternativas o complementar la política tradicional de suba de las tasas de interés para lidiar con los efectos adversos de los ingresos de capitales. Estas alternativas consistieron en muchos casos en el incremento de los requerimientos de encajes. En este sentido, la autoridad monetaria peruana ha elevado significativamente tanto el coeficiente del Encaje Mínimo Legal como la tasa de Encaje Marginal (sobre los nuevos depósitos) para las obligaciones en monedas local y extranjera. Por su parte, el Banco Central de Uruguay aumentó a mediados de 2011 las tasas de encaje medio, tanto en moneda nacional como extranjera, y la tasa de remuneración de dichos encajes. Además, anunció la aplicación de un encaje marginal sobre el exceso de depósitos que se encontraban por encima del promedio al mes de abril de 2011. A su vez, las autoridades monetarias de China, Rusia e Indonesia optaron por subas reiteradas de los coeficientes de encaje para administrar la liquidez en el mercado sin incentivar la entrada de capitales.

Un caso para destacar es el del Banco Central de Turquía que implementó una política mixta de disminución progresiva de la tasa de interés de referencia (para desincentivar el ingreso de capitales), acompañada por un aumento paulatino de los coeficientes de encaje, discriminando según el tipo de depósito y la moneda de origen, con la finalidad de administrar la liquidez, extendiendo la madurez promedio de los depósitos.

Por otra parte, diversos Bancos Centrales apelaron a mecanismos de intervención cambiaria con su posterior esterilización a fin de limitar la apreciación nominal de sus monedas. En este sentido, el Banco Central de Brasil, además de participar en el mercado cambiario, inició a principio de 2011 una política activa de colocación de *swaps* de monedas, y estableció un encaje sobre la posición vendida en dólares norteamericanos de las entidades financieras, con la intención de evitar una mayor apreciación de su moneda local.⁴⁹ En efecto, desde abril de 2011 los bancos deben depositar en el Banco Central el 60% del monto en que estén vendidos en dólares que exceda los US\$ 3.000 millones o su capital.

Por su parte, el Banco Central de Chile anunció a principios de 2011 un programa de compra de dólares por US\$ 12.000 millones (a través de subastas diarias competitivas) con el fin de suavizar los efectos de la apreciación de la moneda local y fortalecer su posición de reservas internacionales. Para poder mantener un nivel de liquidez consistente con la tasa de política monetaria vigente, el efecto monetario de este programa está siendo esterilizado completamente, mediante la emisión de bonos y el uso de facilidades permanentes.

En la misma línea, el Banco de la República de Colombia reanudó en septiembre de 2010 el programa de compras diarias de por lo menos US\$ 20 millones mediante el sistema de subastas competitivas, cuya vigencia se extendió, al menos, hasta septiembre de 2011.

Otros países recurrieron a la implementación de desincentivos a los ingresos brutos de capitales. En este aspecto, a fines de marzo de 2011 el gobierno de Brasil estableció un impuesto al endeudamiento de empresas en el exterior, sea con la emisión de bonos o acciones, o directamente con la captación de préstamos. Por otra parte, vale mencionar que en octubre de 2010 se incrementó dos veces la alícuota sobre las transacciones de no residentes en títulos de

⁴⁹ En la práctica, la colocación de *swaps* de monedas equivale a la compra de dólares en el mercado de futuros.

renta fija (desde el 2% al 4% y finalmente al 6%), al tiempo que se amplió el margen de garantías sobre futuros.⁵⁰ Adicionalmente, los Bancos Centrales de Tailandia y Corea del Sur establecieron controles a la entrada de capitales, comenzando a gravar en el caso de Tailandia la renta de bonos domésticos para los no residentes, mientras que Corea estableció un impuesto a la compraventa de títulos de renta fija.

Por último, algunos países introdujeron cambios regulatorios tendientes a evitar el surgimiento de burbujas. En este sentido, el Banco de Israel dispuso un aumento en las provisiones que los bancos comerciales deben hacer sobre los préstamos hipotecarios, ante la posible gestación de una burbuja inmobiliaria. En tanto, el gobierno de China determinó en abril de 2010 que los bancos no podrán otorgar nuevos créditos hipotecarios a personas que ya posean dos o más propiedades, en un intento por reducir compras especulativas de inmuebles.

V. Comentarios finales

Como se mencionó a principios del trabajo, la crisis 2007-2011 constituye un caso de estudio respecto de la política monetaria sin ningún precedente histórico de similar magnitud. Durante la crisis los Bancos Centrales de países desarrollados y emergentes adoptaron una serie de medidas de política monetaria no tradicionales mostrando un alto grado de coordinación, cooperación internacional y pragmatismo que no encuentran paralelo en la historia.

La caracterización de la crisis por etapas permitió observar distintas particularidades de la política monetaria entre los países desarrollados y emergentes, en donde se notaron por momentos diferencias bien marcadas en el sesgo de política (en parte debido a los *lags* en el contagio de la crisis) y en las herramientas utilizadas, pero en otros, tanto el sesgo como las herramientas convergieron.

En un primer momento, tras el comienzo de la crisis *subprime* se vieron afectados, principalmente, los Bancos Centrales de países desarrollados, los que tomaron medidas tanto convencionales como no convencionales. Mientras, en los países emergentes predominaban las esperanzas de desacople, tal es así que las

⁵⁰ Este impuesto al estilo "Tobin" sobre las transacciones de no residentes en títulos de renta fija y variable se introdujo a fines de 2009.

autoridades monetarias de estos últimos, preocupadas por el sostenido incremento de los precios de los *commodities*, continuaron subiendo sus respectivas TPM.

A partir de la caída de LBH surgió un cierto grado de sincronía en la política monetaria entre desarrollados y emergentes, si bien la magnitud y cantidad de las medidas tomadas en ambos grupos difiere considerablemente, sobre todo, entre septiembre y diciembre de 2008. Este período que abarca el momento más álgido de la crisis se caracterizó por medidas casi diarias, en donde los Bancos Centrales de países desarrollados más que ser proactivos, respondían a los acontecimientos del mercado con cierto retraso, y literalmente creando nuevos instrumentos. Además se pusieron en práctica casi la totalidad del arsenal de medidas no convencionales implementadas por la FED, el BoE, y el ECB, alcanzando la FED el *zero lower bound*.

Desde enero de 2009, estos tres Bancos, con algunas excepciones, administraron o modificaron parcialmente las políticas que ya habían implementado. Las autoridades monetarias de los países emergentes siguieron reduciendo sus TPM, y en algunos casos empezaron también a aplicar medidas no convencionales. Estas economías ya estaban sintiendo plenamente los efectos de la fuerte desaceleración de la economía mundial.

A partir de diciembre de 2009 se inició una nueva etapa donde, principalmente, la FED y el ECB empezaron a estudiar los instrumentos que iban a utilizar para su estrategia de salida.⁵¹ Unos meses después, a mediados de 2010, las autoridades monetarias de países emergentes comenzaron a retirar los estímulos monetarios ante la aparición de presiones inflacionarias producto de la recuperación de la demanda agregada y del alza en el precio de los *commodities*.

Desde mediados de 2010 surge nuevamente cierto grado de asincronía entre desarrollados y emergentes, puesto que los últimos siguieron reduciendo los estímulos monetarios, mientras que la FED y el ECB volvieron sobre sus pasos, teniendo que implementar nuevos instrumentos de expansión no convencionales, entre ellos el SMP del ECB, y el QE2 de la FED.

Esto último tuvo como efecto colateral incrementar el diferencial de tasas de interés entre los EE.UU. y las economías emergentes, generando crecientes flujos

⁵¹ Esto marca cierto grado de asincronía respecto del BoE que en ningún momento hasta el cierre de este trabajo plantea la puesta en práctica de tal estrategia.

de capitales.⁵² Esto llevó a que muchos países emergentes debieran buscar otras alternativas de política para lidiar con el calentamiento de la economía local, subproducto, entre otros factores, de los ingresos de capitales. Así, se debió complementar la política monetaria tradicional de suba de las tasas de interés con modificación en la estructura de encajes. Por otra parte, diversos Bancos Centrales apelaron a mecanismos de intervención cambiaria con su posterior esterilización a fin de limitar la apreciación nominal de sus monedas, mientras que otros recurrieron a la implementación de desincentivos a los ingresos brutos de capitales. Por último, algunos países introdujeron cambios regulatorios tendientes a evitar el surgimiento de burbujas.

Nuevamente, desde mediados del primer trimestre de 2011 la FED y el ECB empezaron a enunciar o a poner en práctica, respectivamente, su estrategia de salida. No obstante, y a la luz de los acontecimientos relacionados con la baja de la calificación crediticia de los EE.UU. y la profundización de la crisis de deuda soberana en la Eurozona, resulta muy probable que la estrategia de salida vuelva a posponerse, e inclusive, vuelvan a aplicarse medidas expansivas no convencionales.⁵³

⁵² Dicho diferencial también creció entre los emergentes y la Eurozona e Inglaterra, puesto que si bien estos últimos no tomaron medidas adicionales, las economías emergentes sí incrementaron sus TPM.

⁵³ En efecto el 15 de septiembre, tres años después del evento LBH, los Bancos Centrales de la Eurozona, Inglaterra, Japón, y Suiza, en coordinación con la FED de EE.UU., establecieron una nueva línea liquidez en dólares para las entidades de los sistemas financieros locales (con la excepción obvia de EE.UU.) mediante operaciones de pasés contra un grupo de colaterales elegibles, utilizando el mecanismo de *full-allotment* y a tasa de interés fija.

Referencias

Ait-Sahalia, Y., J. Adnritzky, S. Nowak y N. Tamirisa (2010); “Market Response to Policy Initiatives During the Global Financial Crisis”. NBER Working Paper N° 15809, marzo.

Baba, N. y F. Packer (2009); “From Turmoil to Crisis: Dislocations in the FX Swap Market Before and after the Failure of Lehman Brothers”. BIS Working Paper N° 285, julio.

Bank of England (varios años); Comunicados de prensa y minutas del Comité de Política Monetaria. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/mpc/>

BCRA (2009); “Crónica de una crisis inesperada”. *Ensayos Económicos*, Vol. 53-54, Enero-Junio de 2009, pp. 16-17.

BCRA (2011); Informe de Inflación, tercer trimestre.

Bernanke, B. S., V. R. Reinhart y B. P. Sack (2004); “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment”. Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series 2004-48.

Blanchard, O., G. Dell’Ariccia y P. Mauro (2010); “Rethinking Macroeconomic Policy”. IMF Staff Position Note, 12 de febrero, SPN/10/03.

Board of Governors of the Federal Reserve System (varios años); Comunicados de prensa y minutas del Comité de Mercado Abierto (FOMC). <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/default.htm>

Christensen, J. H. E., J. A. López y G. D. Rudebusch (2009); “Do Central Bank Liquidity Facilities Affect Interbank Interest Rates?”. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2009-13, junio.

Eggertsson, G. B. y M. Woodford (2003); “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy”. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2003, N° 1, pp. 139-211.

Eggertsson, G. B. y M. Woodford (2004); “Policy Options in a Liquidity Trap”. *American Economic Review*, 94 (2), pp. 76-79.

European Central Bank (varios años); Conferencias de prensa del Consejo de Gobierno (GC). <http://www.ecb.int/press/pressconf/2011/html/index.en.html>

Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache y B. Sack (2010); “Large Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?”. Federal Reserve Bank of New York Staff Report N° 441, marzo.

Goldberg, L. S., C. Kennedy y J. Miu (2011); “Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs”. NBER Working Paper N° 15763, Cambridge.

Krugman, P. (2008); *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, Nueva York.

McAndrews, J. (2009); “Segmentation in the U.S. Dollar Money Markets During the Financial Crisis”. International Conference of the Bank of Japan’s Institute for Monetary and Economic Studies, Tokio, mayo.

McAndrews, J., A. Sarkar y Z. Wang (2008); “The Effect of the Long-Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate”. Federal Reserve Bank of New York, Staff Report N° 335, julio.

Mishkin, F. S. (2008); “Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions”. Speech delivered at the Federal Reserve Bank of New York, New York, 11 de enero.

Mishkin, F. S. (2009); “Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?”. NBER Working Paper N° 14678, Cambridge.

Mishkin, F. S. (2011); “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis”. NBER Working Paper N° 16755, Cambridge.

Sarkar, A. y J. Shrader (2010); “Financial Amplification Mechanisms and the Federal Reserve’s Supply of Liquidity During the Crisis”. Federal Reserve Bank of New York Staff Report N° 431, marzo.

Taylor, J. B. (2009); *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions, Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press.

Tsutsumi, M., R. S. Jones y T. F. Cargill (2010); “The Korean Financial System: Overcoming the Global Financial Crisis and Addressing Remaining Problems”, OECD Economics Department Working Papers N° 796, OECD Publishing.

Woodford, M. (2003); *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press.

Wu, T. (2008); “On the Effectiveness of the Federal’s Reserve New Liquidity Facilities”. Federal Reserve Bank of Dallas, mimeo, mayo.

**Premio 75° Aniversario de Investigación
Económica “Dr. Raúl Prebisch”**

Año 2010

1er. Premio (compartido) Categoría: Estudiantes Universitarios

Banco Central, una institución indispensable para el desarrollo

Federico Tassara*

Pablo Borio

Universidad de Buenos Aires

Resumen

El estudio del modelo agroexportador, los ciclos económicos y el sistema monetario internacional de comienzos del Siglo XX nos introducen en la necesidad de creación de una entidad que administre las políticas monetarias. Se expone la precariedad de los mecanismos precedentes para descubrir las funciones clave a asumir por la nueva entidad. Considerando las particularidades de la economía argentina, se plantean los principales desafíos enfrentados por los proyectos de creación y se analizan y comparan los presentados por Raúl Prebisch y Sir Otto Niemeyer. El estudio de ambas figuras, con sus visiones, preocupaciones, prioridades y propuestas, se desarrolla sin alejarse del contexto histórico e interpretando sus matices. La conclusión destaca las enseñanzas del proceso de creación del Banco Central de la República Argentina en 1935 para desafíos futuros.

Clasificación JEL: N16, N26.

Palabras clave: banco central, ciclos económicos, creación del BCRA, Otto Niemeyer, Raúl Prebisch.

* Agradecemos por su apoyo a Enrique Ángel Liendo, Isabel Yanes, Alfredo Tassara, Guillermo y Silvia Borio; a nuestros compañeros estudiantes y auxiliares docentes de Actuario y Economía en la FCE-UBA, en especial Ailen Rizzo, Florencia Enrique y Gonzalo Harari. Las opiniones vertidas en el presente trabajo son de los autores y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: ftassara@gmail.com; pablororio@hotmail.com.

The Central Bank: an Indispensable Institution for Development

Federico Tassara

Pablo Borio

University of Buenos Aires

Summary

The study of the agro-export economic model, the economic cycles and the international monetary system of the early 20th Century throws light on the need of creating an entity to manage monetary policy. The precarious nature of the preceding monetary mechanisms is exposed to unveil the key functions to be assumed by the new entity. On the basis of the peculiarities of the Argentine economy, the main challenges addressed by the different creation projects are raised, while those presented by Raúl Prebisch and Sir Otto Niemeyer are analyzed and compared. The study of both figures, with their views, concerns, priorities and proposals is developed without losing sight of the historical context and simultaneously interpreting their special nuances. The conclusion underlines the lessons left by the creation process of the Central Bank of the Argentine Republic (BCRA) in 1935 for future challenges.

JEL: N16, N26.

Key words: central bank, creation of BCRA, economic cycles, Otto Niemeyer, Raúl Prebisch.

I. Introducción

En el presente trabajo se analizan los acontecimientos nacionales e internacionales que derivaron en la necesidad de la creación del Banco Central de la República Argentina (BCRA) en 1935, un suceso histórico que marca un punto de inflexión en el país en materia de política económica.

Se estudian el sistema y las instituciones precedentes, las implicancias del modelo productivo sobre las finanzas públicas, los ciclos del modelo agroexportador y sus perturbaciones en la balanza de pagos, la crisis financiera mundial de 1930, los cambios de paradigma a nivel mundial generados por ésta y en qué forma fueron asimilados por Argentina. Se profundiza en el contexto económico vigente al momento de la creación de la autoridad monetaria como factor determinante de los instrumentos y objetivos que le fueron asignados. No sería correcto estudiar la creación del Banco Central sin preguntarse cuáles eran las necesidades de la economía argentina en esos años. El trabajo busca entonces articular la historia con los objetivos dispuestos en la creación del Banco Central, siendo estos últimos consecuencia directa de la historia económica del país.

Se presentan también los diversos proyectos de creación propuestos en la época con el análisis y las comparaciones de cada uno de ellos. El objetivo es interpretar esas diferencias y esbozar conclusiones que sirvan para la toma de decisiones futuras en base al legado de estas experiencias de debate.

Se estudia adicionalmente la figura del Dr. Raúl Prebisch como impulsor del proyecto definitivo y principal referente nacional en materia de política económica durante esos años y profesor de un valioso legado del cual se busca tomar experiencias y lecciones para los años futuros.

II. Contexto histórico nacional e internacional, años treinta y antecedentes

II.1. El Modelo Agroexportador y el ciclo económico

Todo plan de organización del sistema bancario debía considerar las características fundamentales de la economía argentina, determinadas por su condición de país agrario y demandante de inversión de capitales extranjeros e importaciones.

Por su condición de país agroexportador, Argentina estaba sujeta a las fluctuaciones de precios y cantidades de los *commodities* de exportación.¹ Una mala cosecha podía implicar fuertes egresos de divisas, en aquel entonces oro, pues los ingresos por exportaciones disminuían mientras la suma a pagar por las importaciones se mantenía constante. Esta caída de las reservas de divisas derivaba en reducción del crédito y en el debilitamiento del sistema bancario, lo que agravaba los inconvenientes propios de la cosecha frustrada. De crearse un Banco Central era necesario que, a pesar de desprenderse de gran cantidad de oro en defensa del valor de la moneda, pudiera mantener sus operaciones sin afectar la circulación de los medios de pago. Es decir, se requería que el Banco Central pudiera sostener la moneda sin afectar el funcionamiento del sistema bancario, dado que el Modelo Agroexportador (en adelante, MAE)² era muy vulnerable a las crisis de balanza de pagos ocasionadas por las fluctuaciones de los precios de los *commodities* agropecuarios.³ Debemos considerar que en ese momento imperaban las ideas de la economía neoclásica y por ende no se cuestionaba la validez de la teoría de las ventajas comparativas, que asignaba a la Argentina el rol de país productor de alimentos para la exportación.

En cuanto a los movimientos de capitales extranjeros, el modelo incluía épocas de abundante ingreso de capitales seguidas por otras de inversiones restringidas, todo esto determinado por los ciclos económicos de los países centrales, principalmente Inglaterra, siguiendo luego Estados Unidos. Debe remarcarse que las relaciones económicas de la Argentina con Inglaterra eran muy distintas de las relaciones con Estados Unidos. Por un lado, el primer país era el principal comprador de las exportaciones argentinas e históricamente era el que más inversiones había realizado en el país, en cuanto a cantidad y en cuanto al valor de las mismas. Por otro lado, las relaciones económicas de la Argentina con Estados Unidos se hicieron más intensas luego de comenzada la década de 1920, pero las mismas se caracterizaban casi exclusivamente por la inversión de capitales y la importación de manufacturas norteamericanas. Esto se debe a que además de ser un país industrializado, por sus características geofísicas similares a las de la Argentina, la capacidad de producción agropecuaria de Estados Unidos impedía la posibilidad de que este último comprara exportaciones argentinas.

¹ Regalsky, A. (1986). *Las inversiones extranjeras en la Argentina*, Centro Editor de América Latina, Bs. As.

² Modelo que surgió en la segunda mitad del siglo XIX en Argentina y América Latina basado en la producción de materias primas agrícolas y la exportación de las mismas a los países centrales.

³ "Perturbaciones del equilibrio del balance de pagos". En: *Raúl Prebisch: obras; 1919-1948*. Buenos Aires, Fundación Raúl Prebisch, 1991, vol. II, pp. 307-313. Clase del curso de Economía (segunda parte), dictada en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, en 1934.

En los tiempos de bonanza el oro abundaba, acrecentando el efectivo en los bancos, dilatando el crédito y aumentando las importaciones de manufacturas. Éstas eran tan sensibles al aumento del poder adquisitivo de la población que el incremento de los medios de pago estimulaba notablemente su crecimiento. El exceso de crédito hacía crecer las importaciones más allá de lo que podían ser pagadas con el oro que había ingresado al país. En tanto ingresaban nuevos capitales el desequilibrio en la balanza de pagos no se materializaba. Pero cuando este ingreso de capitales disminuía, comenzaba la fase descendente del ciclo económico y las divisas no alcanzaban para hacer frente a los compromisos asumidos durante la fase de expansión. Surgía entonces la necesidad de crear un organismo capaz de concentrar reservas suficientes para moderar las consecuencias que la fluctuación en las exportaciones y las inversiones de capitales extranjeros tenían sobre la moneda, el crédito y las actividades comerciales, a fin de mantener la estabilidad de la economía.⁴

Raúl Prebisch indica que: *“Al estudiar el proceso cíclico de la Argentina, observamos que, con frecuencia, cuando en la fase ascendente los bancos ven aumentar su efectivo, tienden a aumentar sus préstamos, y lo hacen sin obedecer a consideraciones de orden monetario alguno, sino llevados por su propio interés [...] Cuando los bancos aumentan su crédito, la fase de ascenso cíclico es más intensa y obliga después, cuando sobreviene la fase descendente, si es que se quiere conservar el patrón oro, a una contracción también más intensa de las actividades internas”*.⁵

II.2. Crisis de 1930

Un factor determinante que se agregó a la problemática del MAE señalada anteriormente fue la crisis económica internacional de los años 30. Para la Argentina se caracterizó por el abandono del rígido sistema del patrón oro y la necesidad de sustituirlo por otro, sumado a la frágil situación tanto de los bancos públicos

⁴ Daniel Heymann lo explica como “La inquietud se asocia sobre todo con la expansión de préstamos de los bancos en la fase de alza utilizando sus disponibilidades (con lo cual la demanda de base monetaria y la acumulación de oro serían menores que con un coeficiente fijo de reservas), y con la inmovilización de recursos en créditos para financiar compras de activos ilíquidos, que no den lugar a un repago fluido cuando se revierta el ciclo”. Heymann, D. (2010), “Fluctuaciones periféricas: notas sobre el análisis macroeconómico de Raúl Prebisch”, *Ensayos Económicos* 57-58, BCRA.

⁵ Prebisch, R. (1944), “La moneda y los ciclos económicos en la Argentina” en *Raúl Prebisch: obras; 1919-1948*, cap. 109, pág. 306, Fundación Raúl Prebisch, Buenos Aires.

como privados por los excesos cometidos en la política de crédito que ponían en riesgo de colapso a todo el sistema bancario. A esto se agregaba la carencia de un mercado financiero donde el gobierno pudiera colocar sus emisiones y la existencia de múltiples entidades dedicadas a las distintas esferas de la política monetaria, a saber, la Caja de Conversión, el Banco Nación, la Oficina de Control de Cambios y el Tesoro Nacional, que tornaba inmanejable la política monetaria del país.

En 1926 comenzó una fase ascendente de balance de pagos favorable que generó el ingreso de grandes cantidades de oro y el restablecimiento del patrón oro.⁶ Desde septiembre de 1927 y hasta fines de 1929 el Banco de la Nación Argentina (BNA) desarrolló una política de encajes distinta de los demás bancos comerciales: utilizó sus encajes como instrumento de política monetaria. Inicialmente, acumuló el oro que le compraba a los exportadores evitando su monetización por la Caja de Conversión, generando un costo análogo a un costo cuasifiscal. Cuando la evolución del sector externo se modificó, el BNA se deshizo de su posición de oro evitando así la disminución del circulante. Acompañando estas políticas, las tasas de descuento de los bancos privados cayeron durante 1928 y subieron a lo largo de 1929.⁷ Este último año la Argentina se vio nuevamente forzada a abandonar el patrón oro por el cambio de fase del ciclo económico, generada por el inicio de la crisis financiera en Estados Unidos, que luego daría paso a la “Gran Depresión” y que se extendería por todo el mundo. Así, se estableció un régimen de inconvertibilidad en el que se exportaba oro únicamente para atender los servicios de deuda pública. En 1931 cayeron los precios internacionales de nuestras exportaciones por la crisis mundial, lo que causó una nueva recesión que el gobierno trató de enfrentar con medidas ortodoxas de equilibrio de presupuesto, restricción del gasto y aumento de impuestos.

Heymann comenta sobre el patrón oro: *“La imagen que surge es una donde las grandes fluctuaciones macroeconómicas manifiestan desequilibrios de las decisiones, y ameritan acciones preventivas y curativas de política económica. Prebisch*

⁶ El patrón oro consistía en el respaldo en oro de los billetes emitidos por los bancos centrales, en el cual se fijaba el valor de las divisas de cada país en términos de una determinada cantidad de oro. A comienzos del Siglo XX el sistema monetario internacional se basaba en el oro, aunque sólo Francia, Inglaterra, Alemania y EE.UU. mantenían un patrón oro puro. Se había abandonado a comienzos de la Primera Guerra Mundial por no ser flexible para aplicar políticas monetarias.

⁷ Salama, E. (2000), “La Argentina y el abandono del patrón oro”, Documento de Trabajo N° 28, Universidad Nacional de la Plata.

*critica enfáticamente la operación del patrón oro, por transmitir con fuerza las inestabilidades de la economía internacional”.*⁸

II.3. Elementos dispersos de un Banco Central

En los años precedentes a la creación del Banco Central distintas instituciones cumplían varias de las funciones que le correspondían a un banco central y las desempeñaban con menor éxito del esperado ya que no lograban la coordinación que se obtiene con una entidad unificada.

En el caso del Banco Nación, por ejemplo, a sus tareas de banco de descuentos, prestamista del Estado y habilitador de actividades financieras varias, se le sumaban las de depositario de fondos del Gobierno y de la Cámara Compensadora. Por ser un banco de estructura comercial y estar obligado a obtener ganancias para pagar los intereses pasivos, no estaba en condiciones de desarrollar políticas de esterilización transitoria del metálico, de atender demandas extraordinarias, ni de ocuparse de demás funciones propias de un banco central, las cuales difieren considerablemente de las de los bancos comerciales, tanto por la diferencia de instrumentos de los cuales disponen como de los objetivos que buscan.⁹

La Caja de Conversión fue otra de las entidades precedentes al Banco Central. Tenía como función entregar papel moneda a cambio de oro y oro a cambio de papel moneda según un tipo de cambio preestablecido. Para mantener el patrón oro era necesario someter a las actividades económicas a las intensas fluctuaciones de la balanza de pagos. La Caja funcionaba bien en tanto ingresaba suficiente oro para ser cambiado por billetes, pero presentaba dificultades cuando se debía entregar billetes para exportar oro y forzar a la economía interna a una fuerte deflación. Al exportarse el oro, disminuía la emisión de billetes y se afectaban sensiblemente los niveles de efectivo de los bancos, llevándolos a una posición crítica.

El régimen de la Caja de Conversión fue muy criticado en la Argentina pero hubo, sin embargo, una gran resistencia a reformarlo por el temor a volver a las experiencias

⁸ Heymann, D. (2010), "Fluctuaciones periféricas: notas sobre el análisis macroeconómico de Raúl Prebisch", *Ensayos Económicos* 57-58, BCRA.

⁹ Banco Central de la República Argentina (1972), *La creación del Banco Central y la experiencia monetaria argentina entre los años 1935-1943*, Buenos Aires.

inflacionarias del siglo XIX. En 1932 se modificó su régimen, lo que permitió que emitiera nuevos billetes contra papeles públicos para pagar compromisos que sofo-caban al Tesoro. Ante esta crisis surgió la necesidad de crear una entidad que reem-plazara a la Caja de Conversión como agente de política monetaria.

Por otro lado, era necesario disponer de una entidad que actuara como agente financiero y consejero del Gobierno en las operaciones de crédito interno y externo y en la emisión y atención de empréstitos públicos, manteniendo su independencia del Tesoro y no tomando a cargo sus operaciones de crédito sino simplemente asesorándolo con sus equipos de profesionales en materia monetaria.

Por último, era beneficioso también para los bancos privados la creación de una entidad que los representara y estableciera el control y reglas de juego del negocio bancario privado. Sir Otto Niemeyer,¹⁰ autor de uno de los proyectos de creación del Banco Central que analizaremos más adelante, como referente internacional de elevado prestigio en el ámbito financiero mundial sostenía: *“Los bancos comerciales, tanto nacionales como extranjeros, sacarán considerable ventaja del establecimiento de un sistema monetario sano y de los beneficios que ofrece una organización bancaria central. El nuevo Banco será en su esencia un banco de bancos, y es por ello que las instituciones que operen en el país serán llamadas a proporcionar el capital originario”*.¹¹

III. La necesidad de una política monetaria y financiera ajustada a la realidad argentina

El objetivo de la creación de un banco central era reproducir las mejores prácticas recogidas de la reciente experiencia internacional pero adaptándolas a la realidad propia de la estructura económica argentina. No cumpliría el mismo rol en la economía ni tendría las mismas reglas de acción y de política monetaria el banco central de un país industrial europeo que el de un país agroexportador latinoamericano. Más aún, los postulados de la economía neoclásica atravesaban duros cuestionamientos luego de las consecuencias de la crisis del treinta, ya que todas las medidas contra la misma que se habían adoptado de acuerdo a

¹⁰ Sir Otto Niemeyer (1883-1971), controlador financiero del Tesoro del Reino Unido y director del Banco de Inglaterra.

¹¹ Art. 5° del Proyecto Niemeyer.

este cuerpo de conocimiento no habían tenido éxito, por lo que los debates sobre en qué bases teóricas basar la nueva entidad y cómo adaptarlas a la estructura del país eran intensos y necesarios.

Si los principios económicos tradicionales estaban sufriendo un severo proceso de revisión crítica a nivel mundial surgía entonces la necesidad de buscar principios propios que se adaptaran a un país en crecimiento como la Argentina, con una estructura económica muy diferente a la de los países centrales, con un amplio campo para la inversión de capitales tanto nacionales como extranjeros, y con una gran cantidad de recursos naturales por desarrollar.

En palabras de Raúl Prebisch: *“Como quiera que resuelvan sus problemas monetarios y económicos los países industriales y acreedores, no concebimos para nuestro país un sistema que nos haga depender en alto grado de las decisiones, buenas o malas, acertadas o no, que se tomen en el centro del sistema, como ha sucedido en el régimen del patrón oro, tanto cuando se manejaba bien como cuando se ha manejado mal. Necesitamos para ello una política monetaria nacional definida”*.¹²

En este contexto, dentro de los objetivos de la nueva autoridad monetaria se buscó el funcionamiento ordenado de la actividad económica nacional minimizando la influencia de las fluctuaciones exteriores y con plena ocupación de sus fuerzas productivas sin subordinarse a principios dogmáticos cuya vigencia dejaba de ser absoluta. En este marco se dieron los diferentes proyectos de creación del Banco Central que desarrollaremos a continuación.

IV. Antecedentes, proyectos y la creación del Banco Central

IV.1. La Figura de Raúl Prebisch, antecedentes a la creación del Banco Central

Al estudiar la creación del Banco Central y sus proyectos se observa que es imprescindible considerar la figura del Dr. Raúl Prebisch, quién redactó el proyecto definitivo que diera origen al mismo y que dirigió la Institución durante sus primeros años.

¹² Prebisch, R. (1944), “La moneda y los ciclos económicos en la Argentina” en *Raúl Prebisch: obras; 1919-1948*, cap. 110, pág. 324, Fundación Raúl Prebisch, Buenos Aires.

Raúl Prebisch nació en San Miguel de Tucumán en abril de 1901, estudió la carrera de Contador Público en la Universidad de Buenos Aires entre 1918 y 1921, y desde 1923 se desempeñó como profesor de Economía Política en la misma casa de estudios hasta 1948. Ya durante su etapa formativa escribió varios ensayos sobre las fluctuaciones monetarias en la Argentina, advirtiendo desde entonces la vulnerabilidad del Modelo Agroexportador respecto a las fluctuaciones externas. Entre 1923 y 1927 publicó artículos en los cuales comenzaba a notar algunas deficiencias en la aplicación práctica de la teoría económica clásica, comenzando a formar un criterio propio, más heterodoxo.

En 1930 fue nombrado subsecretario de Hacienda, cargo que ejerció hasta 1932 y desde el cual aplicó una mixtura de medidas ortodoxas y otras innovadoras para ese entonces, como la creación del impuesto (progresivo) a los réditos. A mediados de 1933 fue nombrado asesor en forma simultánea de los Ministros de Hacienda y Agricultura, Federico Pinedo y Luis Duhau respectivamente. Ejerciendo estas funciones, en 1933 participó en Londres de la Conferencia Económica y Monetaria Mundial, la cual reunía representantes de 66 países con el objetivo de restablecer el comercio internacional, combatir la depresión global y estabilizar las monedas, buscando abolir las medidas de control de cambios y otras dificultades.¹³ Esta conferencia generó grandes expectativas para los países en vías de desarrollo, sobre todo por la publicación de una serie de artículos por parte de John Maynard Keynes en los que proponía una serie de medidas coordinadas de cooperación internacional para expandir la demanda mundial mediante reducciones de impuestos y expansión del crédito sin ejercer una mayor presión sobre las reservas de cada país. Sin embargo, en la conferencia predominó el enfoque ortodoxo y no se acordó ningún plan de cooperación. Este resultado perjudicó principalmente a los países subdesarrollados como la Argentina, que al no contar con ayuda del exterior, se volcaron a tomar medidas proteccionistas y a buscar acuerdos bilaterales para paliar la depresión del comercio internacional. Es así que en 1934, y con participación del Dr. Prebisch, la Argentina firma con Gran Bretaña el pacto Roca-Runciman. Mediante este pacto, Argentina se comprometía a otorgar ventajas en el comercio de bienes manufacturados, en las remesas de intereses y beneficios y en el tratamiento interno de la inversión directa, mientras que Gran Bretaña se comprometía a garantizar una cantidad mínima de importaciones de carne enfiada y otros productos argentinos. El pacto

¹³ Prebisch, R. (1933). "La Conferencia Económica y la crisis mundial", *Revista Económica* (Buenos Aires), 6 (1), pp. 1-10, enero.

fue muy criticado debido a que otorgaba mayores beneficios a Gran Bretaña, que pretendía defender su posición de principal inversor y vendedor de manufacturas a los países latinoamericanos frente a los Estados Unidos, que desde principios del siglo XX venía acrecentando su influencia en la región. Sin embargo, algunos economistas e historiadores, incluido el mismo Dr. Prebisch, afirman que el pacto fue lo mejor que podía hacerse en ese entonces: “... *el acuerdo era la única cosa que podía hacerse para proteger las exportaciones argentinas del desastre de la gran depresión (...) No fue un acuerdo dinámico. Fue defensivo, en una economía global en contracción*”.¹⁴

Con respecto a la creación del Banco Central, Prebisch había advertido la necesidad de crear dicho organismo mucho antes de haber tenido que elaborar el proyecto. Sin embargo, su propuesta no fue tenida en cuenta hasta que en 1934 el Ministro de Hacienda Federico Pinedo, quién anteriormente había rechazado la iniciativa, le encargó la preparación de un borrador de proyecto para un Banco Central diferente del proyecto existente elaborado por Niemeyer.¹⁵ Debe advertirse que en ese momento, debido a la crisis global y a la deficiente administración, el sistema bancario argentino estaba al borde del colapso.

Tras la creación del Banco Central, el Dr. Prebisch actuó como su Gerente General hasta 1943. Desde el comienzo y con celeridad Prebisch transformó al Banco Central en la institución más moderna y eficaz del país. Comenzó a intervenir en la economía con medidas que podríamos llamar cuasi-keynesianas, llevando a la práctica una política monetaria anticíclica absorbiendo poder adquisitivo del público (por vía de la venta de bonos) durante el auge y estimulando la demanda (reduciendo las tasas de redescuento) durante el descenso del ciclo, defendiendo el valor de la moneda, y como organismo de consulta y asesoramiento del Tesoro con un alto grado de autonomía institucional y política. La inflexibilidad del Dr. Prebisch en este último punto llevó a su alejamiento del Banco debido a desavenencias con el gobierno que se hizo cargo del poder en 1943.

Tras su salida del Banco Central, se dedicó a trabajar para la Conferencia Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe (CEPAL), entidad de la que fue Secretario Ejecutivo entre 1950 y 1963. Luego ejerció el cargo de

¹⁴ González, N. y D. Pollock, (1991). “Del ortodoxo al conservador ilustrado. Raúl Prebisch en la Argentina, 1923-1943”, *Desarrollo Económico*, Vol. 30, N° 120, pp. 455-486.

¹⁵ Ver sección IV.2.

Secretario General de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD). Recién en 1984 regresaría a la Argentina para colaborar con el gobierno de Raúl Alfonsín. Falleció en Santiago de Chile en abril de 1986.

IV.2. Los proyectos precedentes

Precedentemente al establecimiento del Banco Central en 1935, se dieron numerosos debates y proyectos sobre la creación del mismo. El primero de carácter oficial fue enviado al Congreso de la Nación por el Presidente Hipólito Yrigoyen; sin embargo, este proyecto fue rechazado por el Congreso. En 1929 y tras el cierre de la Caja de Conversión e impresionada por el descenso cíclico, la Oficina de Investigaciones Económicas del Banco de la Nación consideró la posibilidad de crear un Banco Central. En enero de 1931, en plena crisis internacional, el poder ejecutivo tomó la decisión de elaborar un plan formal y meses más tarde el Ministro de Hacienda, Enrique Uriburu, preparó un proyecto basado en la revaluación del oro, siguiendo los lineamientos generales de un proyecto que Sir Otto Niemeyer, Director del Banco de Inglaterra, que gozaba de un elevado prestigio en el ámbito financiero internacional, había preparado para Brasil anteriormente. Sin embargo, tras la salida de Uriburu del Ministerio de Hacienda, el nuevo ministro, Alberto Hueyo, dejó de lado la idea de la revaluación del oro y sólo presentó una ley de bancos y algunas reformas a la Ley de Redescuentos. Al mismo tiempo solicitó asesoramiento a Sir Otto Niemeyer, quién a comienzos de 1933 elaboró un nuevo proyecto de Banco Central y otro de Ley de Bancos, que no se ajustaban del todo a las necesidades de la Argentina.¹⁶ El pedido de asesoramiento a un experto extranjero en materia financiera fue un punto que generó muchos y extensos debates: se discutía si la participación de un extranjero en la creación del Banco Central iba en contra o no de los intereses de la Nación. Algunos sectores se oponían a la contratación de un experto extranjero para un tema tan delicado económica y políticamente, ya que consideraban que el conocimiento técnico local era suficiente para cumplir esta tarea. Otros sectores, incluyendo al gobierno, consideraban que este asesoramiento internacional era indispensable para el prestigio y reconocimiento de la institución por parte de instituciones de otros países.¹⁷ Finalmente se convocó a Sir Otto Niemeyer para

¹⁶ Ciclo de Conversaciones en el Banco de México, ofrecidas por Prebisch entre enero y marzo de 1944, en: *La creación del Banco Central y la experiencia monetaria argentina entre los años 1935-1943*, BCRA, Buenos Aires, 1972.

¹⁷ Ídem.

que brindara asesoramiento basándose en la necesidad de dotar al proyecto de prestigio y credibilidad ante el exterior. La flamante institución debía gozar de aceptación tanto dentro como fuera de nuestras fronteras. Sin embargo, fue a partir de 1934, tras otro cambio en el Ministerio de Hacienda que dejó como ministro al Dr. Federico Pinedo, quién emprendió la reforma del régimen monetario y del sistema bancario, que se elaboró el proyecto de Banco Central que finalmente se concretó. Dadas las deficiencias de adaptabilidad al caso argentino del proyecto de Niemeyer, Pinedo le solicitó a su asesor Raúl Prebisch la elaboración de un proyecto siguiendo los lineamientos del de Niemeyer pero con un carácter menos ortodoxo y más consistente con las necesidades del país.

IV.3. Los principales proyectos: Prebisch y Niemeyer. Análisis y diferencias

La principal diferencia entre el proyecto de Prebisch y el de Niemeyer, es que el del primero se adaptaba mejor a las necesidades del caso argentino. Sin embargo, éste último no podía rechazarse abiertamente debido a las repercusiones negativas que ello tendría en las relaciones con el Banco de Inglaterra y en la comunidad financiera internacional (ver la Tabla 1, que describe las principales diferencias entre ambos proyectos).

El proyecto de Prebisch daba al nuevo Banco Central una mayor capacidad para moderar las fluctuaciones del ciclo económico, teniendo en cuenta el carácter de exportador primario del país y su consecuente vulnerabilidad a *shocks* externos que estaban fuera de su control. Prebisch comentaba sobre el proyecto de Niemeyer que no estaba suficientemente adaptado a las necesidades del país y que era demasiado ortodoxo. Al ser tan ortodoxo y guiado por reglas, el *policy maker* perdía capacidad de acción y limitaba su autoridad discrecional a lo que las reglas le imponían. En un país como Inglaterra las reglas podían ser útiles pero dadas las condiciones de Argentina se consideraba más adecuado, al menos por los primeros años, un modelo con cierta flexibilidad discrecional.¹⁸ En sus palabras: *“Dejó totalmente de lado nuestro proyecto y creó uno propio muy ortodoxo, con todos los conceptos tradicionales de un Banco Central (...) no tomó en cuenta la situación extremadamente precaria de nuestro sistema bancario”*.¹⁹

¹⁸ Barro J., y D. Gordon (1983). “Rules, discretion and reputation. A model of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, N° 1 (julio).

¹⁹ González, N. y D. Pollock, (1991). “Del ortodoxo al conservador ilustrado. Raúl Prebisch en la Argentina, 1923-1943”, *Desarrollo Económico*, Vol. 30, N° 120, pp. 455-486.

Tabla 1 / Cuadro comparativo con las principales diferencias entre los proyectos de Niemeyer y Prebisch

Tópicos	Niemeyer	Prebisch
Edad en 1935	1883-1971, 52 años	1901-1986, 34 años
Formación previa	Director del Banco de Inglaterra	Contador Público, Profesor de Economía Política, Investigador y Subsecretario de Hacienda
Experiencia previa	Bancos Centrales de países centrales	Economías latinoamericanas en desarrollo
Modelo económico al que era funcional el proyecto	Países industrializados	Modelo agroexportador, ciclos económicos
Tipo de cambio	Estable	Volátil por ciclos
Prestigio internacional	Consolidado y elevado	En formación
Reconocimiento institucional del proyecto en el exterior	Elevado	Incierto
Enfoque	Ortodoxo	Heterodoxo
Adaptación al contexto argentino	Escasa. Rígido.	Flexible.
Sistema bancario	No intervencionista. Ignoraba su fragilidad.	Regulador. Actúa en base a su fragilidad.
Fluctuaciones del ciclo económico (FCE)	Ignoradas	Importancia primordial
Impacto de las FCE en la moneda	Ignorado	Principal inestabilidad a corregir
Vulnerabilidad por <i>shocks</i> externos	Ignorada	Clave para todo país agroexportador
<i>Policy Maker</i>	Reglas	Discrecional
Inspección de bancos	Poca importancia	Auditorías de banca comercial para evitar fraudes
Políticas monetarias	Innecesarias en Inglaterra (Centro financiero mundial)	Anticíclicas y de control de cambios para protegerse de <i>shocks</i> externos
Unificación de facultades dispersas	Ignorado	Clave para políticas anticíclicas efectivas
Intervención del gobierno en la economía	Escasa	Elevada
Rol de consejero gubernamental	Ignorado	Considerado para operaciones de crédito
Investigaciones Económicas	Ignoradas	Fundamentales

A continuación se presenta el Artículo 3º del Proyecto de Niemeyer que se refería a los objetivos del Banco Central. De su sola lectura y contraste con los objetivos establecidos finalmente en la ley de creación de 1935 (Ley 12.155), citados más adelante en esta sección, se aprecia la crítica de Prebisch sobre la falta de adaptación al caso argentino del proyecto del Directivo del Banco de Inglaterra:

- a. Coordinar la expansión o contracción del volumen del crédito y asegurar una mayor liquidez en el estado de los Bancos individuales, mediante la formación y control de un fondo central de reserva bancaria;
- b. Regular el volumen del crédito y la consiguiente demanda de circulante de manera que el peso argentino mantenga el valor externo que le sea asignado por ley;
- c. Regular los efectos que ejercen los empréstitos públicos sobre el crédito y las actividades comerciales, asesorando al gobierno en todo lo relativo a empréstitos y tomando a su cargo la emisión del servicio de los empréstitos del gobierno.

En particular, destacamos que, por un lado, este artículo no hacía ninguna mención de la necesidad de moderar el efecto que tenían las fluctuaciones del ciclo económico internacional en la moneda nacional, y a través de ella en la economía; y por otro lado, acotaba el rol del Banco Central como consejero del Estado a los temas vinculados con la deuda pública.

Prebisch contemplaba también en su proyecto la creación del Instituto Movilizador con el fin de que el Banco Central aplicara planes de recuperación de entidades financieras a partir de aportes de las utilidades de los bancos privados y la Inspección de Bancos para auditar y controlar las operaciones de la banca comercial para evitar fraudes y desequilibrios financieros. Estas funciones mantienen hoy en día primordial importancia entre las tareas del BCRA.

Heymann señala: *“Prebisch dedica gran atención al papel de los bancos locales en el ciclo económico y, en particular, a las implicancias de la operación del sistema de encaje fraccionario, y del consecuente multiplicador de la base monetaria. El argumento enfatiza el comportamiento procíclico y potencialmente amplificador de los bancos”*.²⁰

²⁰ Heymann, D. (2010). “Fluctuaciones periféricas: notas sobre el análisis macroeconómico de Raúl Prebisch”, *Ensayos Económicos* 57-58, BCRA.

El proyecto de Sir Otto Niemeyer daba menor importancia al saneamiento de la actividad bancaria y al control estricto sobre su funcionamiento. Dada la situación de la economía en ese entonces, no podía dejarse de lado la importancia de regularizar el sistema bancario antes de crear el Banco Central, de otra manera éste no podría funcionar correctamente y cumplir con los objetivos para los que se lo creaba. Pero este saneamiento no era la única medida que debía tomarse en ese sentido, sino que debía dársele al nuevo Banco Central la capacidad de regular a los bancos y demás entidades financieras para mantener la buena salud del sistema financiero mediante políticas monetarias anticíclicas. El Banco Central debía contar con instrumentos para absorber y liberar fondos de acuerdo a las necesidades generadas por el ciclo económico. Cuando los bancos contaban con un excedente de depósitos el Banco Central les entregaba bonos que pagaban un interés mínimo a fin de limitar la expansión del crédito. Cuando comenzaba la fase descendente del ciclo, se devolvían los fondos con sus intereses para evitar la contracción del crédito hasta que llegara la fase ascendente nuevamente. Se había observado que bajo el régimen estricto del patrón oro las etapas de expansión aumentaban el efectivo en poder de los bancos, lo que incentivaba el crédito y el consiguiente aumento de base monetaria y poder adquisitivo ficticio de las personas, que hacía expandir aún más la economía en forma irreal. Otra facultad que no incorporaba el proyecto de Niemeyer era la del control de cambios como medida de política monetaria para protegerse de *shocks* externos. En Inglaterra estos instrumentos eran innecesarios pues al ser centro financiero internacional no aplicaba políticas de tipo de cambio. Nuevamente se observa lo rígido del proyecto de Niemeyer que calca la experiencia inglesa y la adaptación que hace Prebisch al contexto de un país agroexportador en desarrollo.

Como ya se dijo, antes de la creación del Banco Central todas estas facultades que acabamos de mencionar se encontraban dispersas entre distintas instituciones. Para poder ejercer políticas anticíclicas efectivas era necesario hacer uso de las facultades mencionadas en forma conjunta y coordinada, consecuentemente debían estar reunidas en un solo organismo. Si bien la creación del Banco Central no eliminó la vulnerabilidad externa del modelo agroexportador, contribuyó a disminuirla y mejoró ampliamente la capacidad del gobierno para intervenir en el curso de la economía.

El proyecto fue aprobado en 1934 y se crea por Ley 12.155 del 5 de abril de 1935 el Banco Central de la República Argentina (BCRA), estableciendo en la misma sus funciones y objetivos, que mencionamos a continuación:

- a. Concentrar reservas suficientes para moderar las consecuencias de la fluctuación en las exportaciones y las inversiones de capitales extranjeros, sobre la moneda, el crédito y las actividades comerciales, a fin de mantener el valor de la moneda;
- b. Regular la cantidad de crédito y de los medios de pago, adaptándolos al volumen real de los negociados;
- c. Promover la liquidez y el buen funcionamiento del crédito bancario; y aplicar las disposiciones de inspección, verificación y régimen de los bancos establecidos en la ley de bancos;
- d. Actuar como agente financiero y consejero del gobierno en las operaciones de crédito externo o interno y en la emisión y atención de los empréstitos públicos.²¹

Adicionalmente se sancionaron las siguientes leyes relacionadas con el saneamiento y reforma del sistema financiero:

- Ley 12.156: Régimen jurídico de la actividad bancaria.
- Ley 12.157: Creación del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias.
- Ley 12.158: Reforma de la ley orgánica del Banco de la Nación Argentina.
- Ley 12.159: Reformas de la ley orgánica del Banco Hipotecario Nacional.

El BCRA comenzó a funcionar en 1935 con Ernesto Bosch como presidente de la entidad y Prebisch como gerente general. Durante esos primeros años, el banco estuvo dividido en dos departamentos principales: uno dedicado a supervisar el funcionamiento del sistema bancario, la inspección de bancos, la regulación de la oferta monetaria y ejercer el rol de agente financiero del estado; el otro departamento se encargaba de funciones de asesoramiento macroeconómico y coordinación. El Banco Central se convirtió en el “banco de bancos” así como también en un instituto de investigación y de asesoramiento en temas de macroeconomía que iban mucho más allá de las cuestiones vinculadas a la política monetaria y al sistema bancario.

²¹ Ley de Creación del Banco Central, N° 12.155.

IV.4. Argentina en los primeros años del Banco Central

La década del 30 fue un punto de inflexión en materia de estructuras y contenido de políticas económicas tanto en Argentina como en el mundo. El eje financiero mundial se trasladó de Inglaterra a Estados Unidos y se abandonó la supremacía del oro como patrón monetario y el librecambio como modelo de mercado. Se suponía que los intervencionismos estatales en el mercado serían temporarios pero se mantuvieron hasta fines de la Segunda Guerra mundial y en algunos aspectos aún hasta nuestros días. Fue un cambio de paradigma a favor de la atención de problemas sociales, duración de jornada laboral, desempleo y estabilidad laboral. La tendencia general fue apartarse de las políticas económicas ortodoxas para desarrollar el “Modelo de Bienestar” inspirado por Keynes en Estados Unidos y replicado en varios países.

En 1937, cuando comenzó la fase descendente del ciclo económico nuevamente, actuó el Banco Central controlando el tipo de cambio para disminuir las importaciones y favorecer las exportaciones de forma de no perjudicar la balanza comercial.²² El debate se centró en si se debía contribuir a comprimir la actividad interna para mantener la balanza de pagos estable o si se debía priorizar la actividad interna con las consecuencias negativas que pudiera traer en materia de balanza de pagos. La decisión, enmarcada en la corriente que tomaba vigencia en esos años, fue priorizar la actividad interna pero controlando las consecuencias en la balanza de pagos a través del tipo de cambio que controlaba el Banco Central. El paradigma anterior de supremacía del mercado hubiera obligado a sacrificar alguno de los objetivos para poder defender al otro, pero ahora el país contaba con una institución dotada de los instrumentos para efectuar las políticas necesarias para evitar las consecuencias colaterales en la balanza de pagos provocadas por las medidas de expansión económica. Durante la década del 40, en plena Guerra Mundial, el Banco Central mantuvo las condiciones económicas para que la industrialización fuera de la mano del crecimiento equilibrado de la economía minimizando los perjuicios de las turbulencias externas.

²² Anuarios del Comercio Exterior de la República Argentina, correspondientes a los años 1930 a 1940, citados en Vicente Vázquez Presedo, *Estadísticas históricas argentinas II (comparadas), segunda parte 1914-1939*, Buenos Aires, Ediciones Macchi, 1976.

V. Conclusiones

Hemos analizado el contexto económico y político que demandaba la creación de una entidad capaz de asumir funciones cada vez más requeridas por el crecimiento del país y lo complejo del sistema financiero internacional. Vimos que el sector externo jugaba en ese entonces un rol decisivo en los ciclos económicos y a través de ellos en las divisas, el crédito y las variables económicas. Fue fundamental contar con una institución que administrara los flujos de dinero e interviniera con las políticas monetarias anticíclicas necesarias para mantener un crecimiento sostenido. También fue necesario regular la actividad bancaria privada y las operaciones financieras para resguardar los intereses económicos de ahorristas y deudores y evitar fraudes. Del mismo modo resultó eficiente que los elementos dispersos de la banca pública se concentraran en una misma entidad para actuar con mayor eficacia.

Los dos proyectos estudiados coincidían en la necesidad de la creación de la entidad y su rol como regulador del volumen de crédito y garante de liquidez de bancos individuales, así como en la conveniencia de la independencia que los Bancos Centrales y sus activos debían tener del poder ejecutivo. Diferían en que Niemeyer era más ortodoxo y seguidor del modelo británico, de reglas rígidas surgido de una economía industrializada, mientras que Prebisch consideraba el impacto de los *shocks* externos de divisas propios del modelo agroexportador en el tipo de cambio y proponía un Banco Central activo en la implementación de políticas monetarias anticíclicas. Este rol de regulador activo, tanto en las políticas económicas como en fiscalización de entidades privadas, era la principal diferencia entre ambos proyectos.

Crear el Banco Central fue profesionalizar la toma de decisiones y ejecución de políticas económicas marcando un Estado presente y activo dispuesto a actuar para defender los intereses de la Nación y sus habitantes. Su creación se enmarcó en una profunda transición de paradigma tanto nacional como global de lo que se consideraba en economía hasta ese entonces. Esta creación fue funcional al incipiente modelo de país que se estaba gestando. Se abandonaba el rol pasivo asignado por la división internacional del trabajo y los gobiernos latinoamericanos adquirieron roles activos en sus economías.

La experiencia argentina fue guiada por intelectuales capaces, de amplia formación técnica y académica y con mirada de desarrollo a largo plazo. Supieron tomar

las mejores prácticas de la banca central internacional pero con la inteligencia de adaptarlas al contexto de nuestro país y reformulando cada etapa del proyecto buscando la mejor solución pragmática para cada uno de los inconvenientes que se presentaban. El éxito de la implementación del Banco Central, que en 2010 cumplió sus primeros 75 años, se debió sin duda a la previsión de largo plazo que tuvieron sus autores en la década del 30. Queda entonces para las nuevas generaciones la responsabilidad de estudiar y aprender las lecciones, tanto de éxitos como de fracasos, emanadas del desafío que se propusieron estos hombres para colaborar con el desarrollo del país y tomarlos como inspiración para encarar los desafíos futuros con su visión y pragmatismo. En un mundo de vertiginosos cambios como el actual, y más aún cuando de finanzas se trata, comprender las experiencias pasadas con sus causas, estructuras y consecuencias se torna indispensable para todo país en el sendero del desarrollo.

Referencias

Attard, B. (1989); *The Bank of England and the origins of the Niemeyer mission, 1921-30*, University of London, London.

Banco Central de la República Argentina (1972); *La creación del Banco Central y la experiencia monetaria argentina entre los años 1935-1943*, Volúmenes I y II, Buenos Aires.

Barro, J. y D. Gordon (1983); "Rules, discretion and reputation. A model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, N° 1 (julio).

Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, Ley 12.155 (5 de abril de 1935).

Fundación Raúl Prebisch (1991); *Raúl Prebisch: obras; 1919-1948*. M. Fernández López (comp.), Fundación Raúl Prebisch, Buenos Aires.

González, N. y D. Pollock (1991); "Del ortodoxo al conservador ilustrado. Raúl Prebisch en la Argentina, 1923-1943", *Desarrollo Económico*, Vol. 30, N° 120, pp. 455-486.

González Fraga, J. (2010); *Raúl Prebisch, su vida y su obra*, Unión Editorial, Madrid.

Heymann, D. (2010); "Fluctuaciones periféricas: notas sobre el análisis macro-económico de Raúl Prebisch", *Ensayos Económicos* 57-58, BCRA.

Prebisch, R. (1933); "La Conferencia Económica y la crisis mundial", *Revista Económica* (Buenos Aires), 6 (1), pp. 1-10, enero.

Prebisch, R. (1946); Conferencias en: *Memoria de la Primera Reunión de Técnicos sobre Problemas de Banca Central del Continente Americano*, México, D.F., Banco de México.

Rapoport, M. (2000); *Historia económica, política y social de la Argentina*, Ediciones Macchi, Bs. As.

Regalsky, A. (1986); *Las inversiones extranjeras en la Argentina*, Centro Editor de América Latina, Bs. As.

Rodríguez, O. (2001); “Prebisch: Actualidad de sus ideas básicas”. *Revista CEPAL*, N° 75 (diciembre).

Salama, E. (2000); “La Argentina y el abandono del patrón oro”, Documento de Trabajo N° 28, Universidad Nacional de la Plata.

Vázquez Presedo, V. (1976); *Estadísticas históricas argentinas II (comparadas), segunda parte 1914-1939*, Ediciones Macchi, Buenos Aires.

1er. Premio (compartido) Categoría: Jóvenes Profesionales

Raúl Prebisch, entre la teoría y la práctica

Guillermo E. Nakhlé*

Universidad Torcuato Di Tella

Resumen

Raúl Prebisch (1901-1986) fue un economista argentino que trascendió como un destacado académico y un funcionario público argentino de primera línea durante casi dos décadas antes de encontrar su lugar definitivo en los organismos internacionales. A partir de la crisis de 1930 la ciencia económica se convirtió en un instrumento de poder para afrontar los desafíos de un contexto internacional cambiante y Prebisch fue parte de este proceso. Cuando se estableció fuera de la Argentina por circunstancias políticas, Prebisch tuvo una serie de giros intelectuales acordes a los escenarios en transformación. Luego de la Segunda Guerra Mundial, los países de América Latina buscaron soluciones a sus problemas económicos a través de instituciones como la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), donde ejerció un rol de liderazgo.

Clasificación JEL: B31.

Palabras clave: Argentina, Banco Central de la República Argentina, CEPAL, política económica, Raúl Prebisch, UNCTAD.

* El autor agradece los comentarios recibidos de los profesores del Departamento de Historia de la Universidad Torcuato Di Tella. Las opiniones vertidas en el presente trabajo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: guillonakhle@gmail.com.

Raúl Prebisch, between Theory and Practice

Guillermo E. Nakhlé

Torcuato Di Tella University

Summary

Raúl Prebisch (1901-1986) was an Argentine economist, who came to be well known as a distinguished academic and first-class Argentine government official during nearly two decades before finding his final place in international organizations. As from the 1930s crisis, economic science became an instrument of power to face the challenges of a changing international context, and Raúl Prebisch was part of this process. When he settled abroad due to political reasons, Prebisch experienced a series of intellectual shifts consistent with the changing scenarios. After the Second World War, Latin American countries sought a solution to their economic problems through institutions such as the Economic Commission for Latin America (ECLA), where he performed a leading role.

JEL: B31.

Key words: Argentina, Central Bank of the Republic of Argentina, ECLAC, economic policy, Raúl Prebisch, UNCTAD.

No soy un adepto del liberalismo neoclásico, ni del keynesianismo, ni de la doctrina marxista. Hay en todos ellos valiosos elementos. Pero considero que esas teorías están lejos de la realidad del capitalismo contemporáneo. [...] No me exijan ustedes que me bautice a mí mismo.

Raúl Prebisch¹

I. Introducción

La vida de Raúl Prebisch (1901-1986) atravesó la mayor parte del siglo XX, como académico, hacedor de políticas económicas y ejecutivo de organismos internacionales, experimentando giros intelectuales en escenarios en transformación. Él mismo reconoció distintas etapas en sus ideas sobre el desarrollo y a la pregunta de cuántos “Prebischs” había, respondió “hay como tres o cuatro, a Dios gracias. He ido evolucionando en mi manera de pensar”.²

El presente trabajo recorre el camino intelectual de Prebisch en su paso por Universidad de Buenos Aires (en adelante, UBA), la Sociedad Rural Argentina y el Banco de la Nación en la década de 1920 y el Banco Central (BCRA) desde su creación en 1935 hasta el golpe de Estado de 1943. Desde 1949 se desempeñó en la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) con sede en Santiago de Chile, hasta 1962, cuando intentó ampliar su radio de acción a través del Instituto Latinoamericano de Planificación Económica y Social (ILPES). Desde 1963 hasta 1968 estuvo al frente de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD, sus siglas en inglés) con sede en Ginebra. A su vez, colaboró con los gobiernos argentinos de facto en 1930 y 1955 y fue consultor del régimen democrático en 1984. En 1976 creó y dirigió la *Revista de la CEPAL* hasta su muerte.

Entre los estudiosos de Prebisch se destaca Manuel Fernández López,³ quien estudió el ambiente universitario de la primera mitad del siglo XX, mientras que

¹ Prebisch, R. (1986); *La crisis del desarrollo argentino. De la frustración al crecimiento vigoroso*, El Ateneo, Buenos Aires.

² “Prebisch, el hombre que influyó 50 años en la economía”, *Clarín*, 17 de abril de 2001.

³ Fernández López, M. (2001); “Uno de los jóvenes más estudiosos”, *La Gaceta de Económicas*, 9 y 10, Buenos Aires, abril y mayo; “Raúl Prebisch, estudiante y profesor de economía en la Universidad de Buenos Aires”, *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*, Universidad Nacional de Córdoba, 1987, pp. 747-776; “El ciclo económico argentino: estudios de Raúl Prebisch”, *Ciclos*, N° 10, Universidad de Buenos Aires, 1996, pp. 17-32.

el resto de los autores se centraron en el período de la CEPAL. Con motivo del centenario de su nacimiento, la *Revista de la CEPAL* publicó un número especial donde se repasan las primeras ideas de Prebisch. Como dice Arturo O’Connell, las preocupaciones de Prebisch en la década de 1920 tenían que ver con los “problemas macroeconómicos de corto plazo y no con lo que más adelante se denominarían problemas del desarrollo”.⁴

En el mismo *dossier*, Adolfo Gurrieri establece en los primeros escritos de Prebisch el punto de partida de su pensamiento desarrollista que culminaría casi treinta años más tarde como Secretario Ejecutivo de la CEPAL.⁵ Sin embargo, es más que discutible que las circunstancias argentinas de la década de 1920 hayan sido similares a las de la segunda posguerra. De todas maneras, sí hubo otros países como Rusia, cuyos debates de política contenían elementos desarrollistas, siendo éstos aplicados en Occidente recién a partir de la segunda posguerra.⁶

El Instituto del Servicio Exterior de la Nación premió en 2001 dos ensayos sobre Prebisch, que si bien resultan funcionales a los objetivos de la ocasión (el centenario de su nacimiento), hacen un tratamiento apresurado de las primeras décadas de Prebisch. De todas maneras contienen observaciones lúcidas, como cuando advierten que “la combinación de neoclasicismo y marxismo que al parecer convivía en la cabeza del joven Prebisch no era tan extraña —entonces y en Buenos Aires— como hoy pudiera parecernos”.⁷

El segundo libro, de Pablo A. Grinspun, hijo de Bernardo Grinspun (amigo de Prebisch y ministro de Economía de Raúl Alfonsín en 1984) considera a Prebisch un precursor de las teorías sobre la globalización.⁸ Grinspun encuentra coincidencias entre, por un lado, el discurso *cepalino* que advertía sobre los peligros económicos del aumento de la deuda externa o la falta de una estrategia de desarrollo sustentable en América Latina, y el Consenso de Washington a partir de la década de 1980 por el otro. Como suele pasar en la historiografía, las comparaciones *ex post* son adaptadas

⁴ O’Connell, A. (2001); “El regreso de la vulnerabilidad y las ideas tempranas de Prebisch sobre el «ciclo argentino»”, *Revista de la CEPAL*, N° 75, diciembre, p. 54.

⁵ Gurrieri, A. (2001); “Las ideas del joven Prebisch”, *Revista de la CEPAL*, N° 75, diciembre, pp. 69-82.

⁶ Nove, A. (1992); *An Economic History of the USSR–1917-1991*, Penguin Books, London, p. 126.

⁷ Piñeiro Iñíguez, C. (2003); *Herejías periféricas: Raúl Prebisch. Vigencia de su pensamiento*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.

⁸ Grinspun, P. A. (2003); *Crisis argentina y globalización. La vigencia de Raúl Prebisch*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.

para servir a un determinado argumento y no buscan plantear un problema genuino. Para entender a Prebisch en su contexto, sería necesaria alguna investigación de los economistas que ascendieron hasta las altas esferas estatales y aún más, ponerlo en clave comparativa con otros países, como ya empieza a sugerirse.⁹

Hay una realidad innegable: Prebisch está casi ausente en la opinión pública desde hace por lo menos treinta años. Ni siquiera las interpretaciones que siguieron a su muerte le han reservado un lugar en la cultura general o la memoria colectiva. Sin embargo, como señaló Enrique Iglesias, Secretario Ejecutivo de la CEPAL entre 1972 y 1985, muchas de sus ideas, como la integración regional, quedaron incorporadas en el sentido común del pensamiento económico.¹⁰ La última producción importante sobre la figura de Prebisch es el trabajo estrictamente biográfico de Edgar Dosman, profesor de la Universidad de York (Canadá).¹¹ Se trata de una obra bien documentada en general y exhaustiva a partir de 1949, cuando Prebisch arribó a la CEPAL.

II. Un joven en el final de una época (1901-1922)

Prebisch nació en Tucumán el 17 de abril de 1901 y fue el sexto de ocho hijos. Albin Prebisch, su padre, era un protestante de Dresden (Alemania), miembro fundador del Rotary Club tucumano, propietario de una imprenta y profesor de inglés. Albin murió cuando Raúl tenía ocho años. Rosa Linares Uriburu, su madre, era una mujer católica de la aristocracia salteña. Cursó sus estudios primarios en El Colegio del Sagrado Corazón con sacerdotes *lourdistas*, donde aprendió francés e inglés. Allí lideró junto a otros compañeros una huelga estudiantil que forzó a sus padres a trasladarlo al Colegio Nacional de Jujuy para completar sus estudios secundarios. Como vimos anteriormente, la mayor parte del resto de su vida la pasó fuera de la Argentina. El 29 de abril de 1986 falleció en Santiago de Chile.

En la Argentina de principios de siglo estaba casi todo por hacerse en materia de investigación económica en general y estadística en particular. Quizás por ser,

⁹ Plotkin, M. (2006); "Notas para un análisis comparativo de la constitución del campo de los economistas en Argentina y Brasil", mimeo.

¹⁰ Iglesias, E. (1992); *Reflexiones sobre el desarrollo económico. Hacia un nuevo consenso latinoamericano*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington.

¹¹ Dosman, E. (2008); *The Life and Times of Raúl Prebisch, 1901-1986*, McGill-Queen's University Press, Montreal.

como decía un contemporáneo, un “país de riquezas y fáciles evoluciones comerciales, ha experimentado su despreocupación en el estudio de los problemas económicos”.¹² El carácter todavía difuso de la identidad profesional del economista, futuro *gurú* de los gobiernos, le permitió a Prebisch incursionar en diversos autores y áreas del conocimiento que serían patrimonio de otras disciplinas científicas como la sociología o las relaciones internacionales.

En abril de 1918 Prebisch llegó a Buenos Aires para estudiar en la Facultad de Ciencias Económicas, que era la primera de América Latina, fundada en 1913. En 1920 publicó “¿Salarios a oro?” en la revista socialista *La Hora* a pedido de Augusto Bunge, uno de los fundadores del Partido Socialista en 1896 (junto a Juan B. Justo) y diputado por la Capital Federal. En este artículo Prebisch cuestionó la propuesta de Justo de ajustar las remuneraciones por el valor del oro (en descenso) y no por el costo de vida de los trabajadores. Esto implicó para Prebisch la no aceptación como miembro del partido: “cuando comprobé esta expresión de dogmatismo arrojé al canasto mi solicitud de entrar al partido, que por coincidencia yo había firmado en ese mismo momento”.¹³ Prebisch fue uno de los primeros descontentos con la rigidez del partido, que en la década de 1920 fue desplazando su interés desde el librecambio y el patrón oro hacia otros temas como el desempleo.

Durante la década de 1920 se intensificó en la Argentina y el mundo la discusión de teorías económicas de todo tipo. La Primera Guerra Mundial marcó en buena medida esta efervescencia en el campo de las ideas económicas, a la par que alteró el marco del comercio internacional donde la Argentina había encontrado su sitio como exportador agropecuario de primera línea. Augusto Bunge lamentaba que “el socialismo europeo dejó pasar así su gran oportunidad: de 1918 a 1920. Tuvo el poder en sus manos en gran parte de Europa y no supo qué hacer con él”.¹⁴ La reforma agraria, uno de los objetivos de la agenda socialista, había quedado pendiente, según Bunge, por no haber adoptado propuestas concretas como las de Henry George.

En efecto, uno de los intentos reformistas para evitar brotes revolucionarios fue el *georgismo*, que promovía un impuesto único a la tierra libre de mejoras para

¹² Discurso del Dr. José Barrau reproducido en *Revista de Economía Argentina*, 21, mayo 1920, p. 180.

¹³ Reproducido en Bunge, M. (1985); *Economía y filosofía*, Tecnos, Madrid, p. 16.

¹⁴ Bunge, A. (1930); “La evolución socialista de post-guerra”, *Revista de Ciencias Económicas*, 113, diciembre, p. 1221.

castigar la especulación y para absorber las valuaciones de la propiedad (por ejemplo, la cercanía a algún ferrocarril) no ganadas por su dueño. Un profesor de la Facultad de Derecho señalaba que en la Facultad de Ciencias Económicas “es donde mayormente se han difundido estas doctrinas nuevas para el país. Allí [...] puede asegurarse que todos ellos saben lo que es el impuesto único”.¹⁵ En 1923, Prebisch expondría en Australia sus preocupaciones sobre la concentración de la tierra en la Argentina en una conferencia pronunciada en el Henry George Club de Melbourne.¹⁶ Luego de un recuento de la historia colonial, Prebisch se pronunciaba duramente contra el ausentismo de los terratenientes y los cortos arriendos.

Esa visibilidad de Prebisch fue ganada en base a su interés en las discusiones de mayor relevancia del momento. En 1921 escribió una crítica sobre las observaciones que Justo había hecho sobre la moneda,¹⁷ para la cual utilizaba lo aprendido de la tesis de John Henry Williams, “*Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money. 1880-1900*”, su tesis de Doctorado en Harvard en 1920 que marcó una influencia decisiva en la trayectoria intelectual de Prebisch. Ese mismo año estudió las contribuciones de Irving Fisher al pensamiento económico a través de su teoría cuantitativa del dinero. Años más tarde, desde la Gerencia General del Banco Central, no olvidaría que las “condiciones monetarias y del crédito son las causas principales de las crisis, antes atribuidas a un encadenamiento de hechos de la más variada naturaleza”.¹⁸

Muchos profesores de la Facultad de Ciencias Económicas adherían a la economía política liberal-decimonónica basada en la ventaja comparativa de los países. Una de las excepciones fue Alejandro Bunge, quien desde la Universidad Nacional de La Plata abogaba por la especialización agrícola combinada con una política de industrialización. Allí Prebisch, con poco menos de veinte años, conoció a Bunge y trabajó como su asistente. En 1923, pasó de ser profesor suplente en

¹⁵ Máspero Castro, A. (1916); “El impuesto único y los universitarios argentinos”, *Revista de Ciencias Económicas*, 31-32, enero-febrero, p. 54.

¹⁶ Reproducida años más tarde en “La evolución agraria en la Argentina”, *Hombre de campo*, 20 de setiembre de 1945.

¹⁷ Prebisch, R. (1921); “Comentarios sobre el trabajo de Juan B. Justo, *Estudios sobre la moneda*, tercera edición, Buenos Aires, 1921”, *Revista de Ciencias Económicas*, 1, agosto, pp. 72-78. En esta revista se publicaron los fragmentos de la tesis de Williams traducidos por Prebisch.

¹⁸ Prebisch, R. (1921); “Planes para estabilizar el poder adquisitivo de la moneda”, en *Raúl Prebisch: obras 1919-1948*, M. Fernández López (comp.), Fundación Raúl Prebisch, Buenos Aires, 1991, p. 186.

Economía Política a profesor interino en mayo de 1925. Prebisch había demostrado su dominio de la materia a través de sus tempranas publicaciones.

Una de las herencias que Prebisch recibió de Bunge fue la defensa de un mercado interno diversificado e integrado pese a ir en contra de los postulados de las ventajas comparativas. Inglaterra hubiera podido comprar hierro más barato de Alemania a fines del siglo XIX pero aún así optó por producirlo localmente, así como tampoco abandonó el carbón cuando su costo aumentó. Sin embargo, hay autores que ven en el tardío abandono de este tradicional combustible inglés por la electricidad una causa de la decadencia industrial británica en la segunda mitad del siglo XX.¹⁹

III. La mirada técnica en la coyuntura (1922-1943)

La Primera Guerra Mundial y la crisis económica de 1930 fueron catalizadoras de una mayor demanda estatal de especialistas en cuestiones económicas. Hasta entonces, la economía, tanto como disciplina académica cuanto instrumento de la tecnocracia, había estado circunscripta a la órbita de una elite social y política. En este sentido, Prebisch resultó ser un importante punto de encuentro para los graduados de la Facultad de Ciencias Económicas en su inserción progresiva en diferentes dependencias estatales.

El Congreso Nacional otorgó a Prebisch una beca en 1923 para viajar a Nueva Zelanda y Australia e informarse sobre el impuesto a la renta en el *Department of Taxation* y el *Bureau of Census and Statistics*. Los frutos de esta misión para la legislación argentina llegaron en enero de 1932, cuando la legislación argentina incorporó, por iniciativa de Prebisch, el proyecto de un impuesto a los réditos. Esta especial consideración del Poder Ejecutivo le valió el ascenso en los cuadros estatales. En 1924 Prebisch ocupó la Subdirección General de Estadística de la Nación, desde donde continuó sus esfuerzos en este tipo de relevamientos junto a Alejandro Bunge, jefe de dicha Dirección hasta 1925 (también lo había sido entre 1916 y 1921).

¹⁹ Beaudreau, B. C. (1999); "Electric Power, Keynes and the \$4.86 Pound: A Reexamination of Britain's Return to the Gold Standard", *Journal of European Economic History*, 2, pp. 383-408; y del mismo autor, *Mass production, the stock market crash, and the Great Depression: the macroeconomics of electrification*, Greenwood Press, Westport, 1996.

Desde esa dependencia del Estado presentó un memorándum al ministro de Hacienda donde señalaba las carencias del sistema de recolección de datos estadísticos. Pero no todas las propuestas de Prebisch tenían que ver con nuevos estudios de la realidad económica. En 1927 visitó los Estados Unidos y Canadá con Luis Duhau, presidente de la Sociedad Rural y futuro ministro de Agricultura, quien iba a expresar su descontento con el proteccionismo agrario norteamericano. El viaje le sirvió como inspiración de legislación agrícola. En 1933 el Congreso argentino aprobó una ley de Elevadores de Terminal y de Campo, similar a la que Prebisch había estudiado en esos países.

Después de su visita a la División Estadística de la Aduana en Nueva York en 1925, se realizó en Córdoba el Primer Congreso Nacional de Estadística. Allí Prebisch aconsejó al Ministro de Hacienda la adquisición de tabuladoras de datos, por la reducción de costos y eficiencia que éstas suponían. Sin embargo, la resistencia al cambio seguía firme. Pocos años antes, cuando el gobierno norteamericano había ofrecido vender al costo tres máquinas Hollerith para el procesamiento de datos, el gobierno argentino rechazó la propuesta.²⁰

El director del Banco de la Nación, Luis Duhau, abrió en 1927 la Oficina de Investigaciones Económicas. Prebisch estuvo a cargo de esta dependencia desde la cual lanzaría la *Revista Económica*, publicada hasta 1934, una de las primeras de América Latina en cuanto al grado de especialización en las estadísticas. El diagnóstico que hacía Prebisch era claro: la realidad económica argentina “se manifiesta en problemas cada vez más complejos. Y nuestra propia experiencia, junto a la de países extranjeros, nos señala en la estadística, el instrumento adecuado para despejar las incógnitas de aquellos problemas”.²¹ Ante la coyuntura desfavorable proponía ajustar el crédito a las necesidades de la producción y el comercio, controlando el medio circulante, e incorporarse a las actividades productivas en formas compatibles con una política bancaria sana.

Una de las tareas de Prebisch era asegurarse que la oficina contara con el personal adecuado. Como los estudios económicos recién empezaban en el país, el Banco de la Nación tuvo que seleccionar a sus técnicos entre los estudiantes destacados

²⁰ Entre 1909 y 1916 se publicaron en Nueva York los panfletos de la *Tabulating Machine Company* que explicaban el funcionamiento de estas máquinas tabuladoras.

²¹ Banco de la Nación Argentina (1928); “Organización de la Oficina de Investigaciones Económicas”, *Revista Económica*, N° 1, 1ro. de agosto, pp. 3-5.

de la universidad. Había otras divisiones del banco que elaboraban estadísticas pero Prebisch buscaba una centralización administrativa que permitiera “analizar con minuciosidad la naturaleza de esas estadísticas [...] No debemos olvidar que la elaboración de estadísticas requiere una técnica especial”.²² Es destacable el rol que desempeñó en el *Anuario Estadístico* de 1928, considerado *ex post* como la reseña estadístico-histórica más exhaustiva de la Argentina hasta entonces.²³ Pocos años más tarde, el apoyo que recibió de varias entidades financieras le permitió hacer la primera estadística bancaria del país.²⁴

Los textos de la *Revista Económica* seguían la coyuntura de 1929 presentando gráficos y estadísticas sofisticadas para la época sobre la balanza de pagos. No se presentaban estadísticas sociales y los artículos se publicaban con la firma del Banco de la Nación. Prebisch recordaba que antes de 1929 había sido fiel a la teoría del patrón oro y “tenía la visión de un tecnócrata. Creía que, si yo hacía las cosas bien, estaba libre de responsabilidad política. Pero las cosas no eran así. En consecuencia, he sido clasificado como un hombre de derecha, algo que yo nunca me he considerado ser”.²⁵ Luego de una exposición pública de Prebisch donde argumentaba contra el cierre de la Caja de Conversión, Carlos Botto, presidente del Banco de la Nación, se acercó para decirle: “Discúlpeme señor por haber ignorado que un joven de esta calidad no me haya sido presentado. Su informe es excelente y lo he llevado al Dr. Yrigoyen que le ha gustado mucho”.²⁶ De todas maneras, las circunstancias impuestas por la crisis llevaron al cierre de la Caja de Conversión en 1929.

Si observamos los escritos de Prebisch en esos años, es llamativo el grado de meticulosidad técnico-numérica en sus trabajos. Como observa Edgar Dosman, “era evidente que tenía un talento inusual para la administración, un criterio propio y la seguridad para dirigir con eficacia en los niveles más altos del gobierno”.²⁷

²² Banco de la Nación Argentina (1928); “Propósitos de esta publicación”, *Revista Económica*, N° 1, 1ro. de agosto.

²³ Cortés Conde, R. (2001); “Raúl Prebisch: Los años de gobierno”, *Revista de la CEPAL*, N° 75, diciembre, p. 83.

²⁴ González del Solar, J. (1983); “Conversaciones con Raúl Prebisch”, en C. Mallorquín, “Textos para el Estudio del Pensamiento de Raúl Prebisch”, *Cinta de Moebio: Revista Electrónica de Epistemología de Ciencias Sociales*, 25, 2006, p. 13.

²⁵ González, N. y D. Pollock (1991); “Del ortodoxo al conservador ilustrado. Raúl Prebisch en la Argentina, 1923-1943”, *Desarrollo Económico. Revista de Ciencias Sociales*, Vol. 30, N° 120, enero-marzo, p. 469.

²⁶ González del Solar, J. (1983); “Conversaciones con Raúl Prebisch”, en... p. 9.

²⁷ Dosman, E. (2008); *The Life and Times of Raúl Prebisch...*, p. 70.

En las coyunturas críticas resultaba difícil llegar a un consenso político para la ejecución de proyectos de política económica. En 1931 la situación internacional seguía empeorando y la recuperación no estaba “a la vuelta de la esquina” (*around the corner*), como querían creer y/o hacer creer algunos economistas, incluso en los Estados Unidos.

Como respuesta a la crisis, el gobierno argentino elevó las tarifas a la importación, fijó precios mínimos para los principales cereales y devaluó la moneda. No se hablaba explícitamente de industrialización dada la resistencia de la opinión pública y los partidos políticos a quebrantar el dogma del librecambio. Según Prebisch, Subsecretario de Hacienda en 1930, la política cambiaria necesitaba una interacción coherente con la política comercial. En cuanto a la política fiscal, la recurrencia de déficits públicos pasó a ser una herramienta (de corte keynesiano), que hasta entonces no había sido concebida como tal, para aumentar la demanda agregada.

Es momento de repasar lo que sucedía en el mercado ganadero durante las entre-guerras. Los países que habían pertenecido a la comunidad del patrón oro antes de la Primera Guerra iniciaron una etapa diferente durante la década de 1920, cargada de regulaciones y trabas comerciales. Los principales estancieros arrendaron más tierras y diversificaron sus emprendimientos rurales hacia los granos. Desde junio de 1922 Prebisch dirigió la Oficina de Estadística de la Sociedad Rural Argentina, desde donde redactó *Información estadística sobre el comercio de carnes*.

Al cabo de siete meses Prebisch fue relevado de sus ocupaciones por no afirmar que el mercado inglés era manipulado para bajar los precios, según querían creer el ingeniero Pedro T. Pagés, presidente de la Sociedad Rural, y Matías Sánchez Sorondo, político conservador, quienes buscaban probar que el mercado londinense era una pantalla de la influencia de los frigoríficos. Los estudios de Prebisch no eran funcionales a las conveniencias político-institucionales, más bien se guiaban por la rigurosidad de las labores estadísticas que hasta entonces eran escasas.

En Smithfield, el mercado mayorista administrado por la municipalidad de Londres que llegó a absorber el 90% de la carne argentina, los comerciantes mayoristas (*jobbers*) no tenían relación alguna con los frigoríficos. De todas maneras, Prebisch reconocía la existencia de un acuerdo conjunto entre frigoríficos e invernadores

para restringir las exportaciones de carne y lograr un menor precio del kilo vivo, lo que sumado a una escasa competencia les proveía “superganancias”. Sin embargo, cierto grado de coordinación era necesario dado que el *chilled* (carne enfriada) debía venderse rápido.

En contraste, los productores argentinos eran abundantes y desorganizados. El problema principal para ellos “no era la existencia de acuerdos entre las empresas frigoríficas para lograr el control del mercado, sino más bien el lento o nulo crecimiento de la demanda británica”,²⁸ lo cual llevaba al desplome de los precios. Esta crisis ganadera era considerada por Prebisch como una oportunidad para que los productores argentinos dejaran de ser un grupo “incoherente, desorientado y negativo”. Según Prebisch, el manejo discrecional de precios era oportuno en momentos de alta inestabilidad de precios.²⁹

En 1932, durante los Acuerdos de Ottawa, el gobierno argentino tomó conciencia de la difícil posición en que se encontraba la industria de exportación de la carne, inserta en un marco internacional que a partir de la Depresión se volvía cada vez más proteccionista y había establecido un sistema de cuotas en beneficio de sus propios productores agropecuarios. El 1ro. de mayo de 1933 Julio A. Roca (hijo), vicepresidente argentino, y Walter Runciman, representante del *Board of Trade* inglés, firmaron la “Convención y protocolo sobre intercambio comercial”.

El acuerdo aseguraba a Gran Bretaña el manejo del 85% de la cuota argentina de exportación de carne. La Argentina, por su parte, no podría vender más de las 390.000 toneladas de *chilled* que había comprado durante el año previo a la firma del Tratado de Ottawa, una cifra sensiblemente menor, por ejemplo, que las 463.239 toneladas comercializadas en 1927. Inglaterra se comprometió a no subsidiar los productos agrícolas de la comunidad de países británicos (*Commonwealth*) pero también acordó una serie de concesiones aduaneras, entre las cuales estaba mantener al carbón inglés libre de gravamen.

El Tratado Roca-Runciman fue criticado por beneficiar a los productores ganaderos y a los intereses británicos. Prebisch salió al paso de este supuesto favoritismo para evitar una disminución en la cuota argentina que había establecido Inglaterra,

²⁸ Hora, R. (2002); *Los terratenientes de la pampa argentina. Una historia social y política. 1860-1945*, Siglo XXI, Buenos Aires, p. 276.

²⁹ Prebisch, R. (1923); *Anotaciones sobre la crisis ganadera*, s.e., Buenos Aires, p. 63.

y que bien podría haber reemplazado con la oferta australiana, y manifestaba que “era la única cosa que podía hacerse para proteger las exportaciones argentinas [...] en una economía global en contracción”.³⁰ Prebisch había advertido la tendencia mundial hacia un sistema de políticas económicas más autónomas de las fluctuaciones internacionales a partir de 1930.

Prebisch tuvo que dar explicaciones sobre este supuesto favoritismo al señalar que el acuerdo había resguardado la cuota argentina de la competencia australiana. Al día siguiente de la firma del Tratado declaró para *La Nación*: “ahora Gran Bretaña, con sus aranceles, se encuentra en condiciones de ofrecer a otros países, a cambio de ventajas similares, concesiones aduaneras que antes no podía efectuar, sencillamente porque carecía de una tarifa. [...] Así lo ha demostrado en sus recientes tratados con Alemania y Dinamarca”.³¹ En la década de 1930 la Argentina firmó convenios bilaterales con dieciséis países diferentes.

Luego de la experiencia de la crisis de 1930 quedó claro que el ciclo económico no podía seguir siendo concebido en términos clásicos, es decir, donde el equilibrio era el supuesto y la norma. Las circunstancias requerían un enfoque dinámico y acorde a la realidad argentina. Prebisch asignó al Banco Central la facultad de regular el ciclo argentino, caracterizado por su carácter agrícola (por tanto, estacional) y sur-hemisférico respecto a Europa. La primera intervención del Banco Central del organismo se dio cuando comenzaba la fase descendente del ciclo en 1935.

Una de esas políticas anticíclicas fue la restricción del crédito como una alternativa políticamente más viable que aumentar los impuestos. Evaluando la experiencia de los primeros años del Banco Central, Prebisch concluía: “cuando en la fase descendente, o en momentos en que se pierde una cosecha o se reduce la exportación, se exporta metálico, conviene aliviar la situación de la plaza por medio del redescuento a fin de que no sobrevenga una contracción del crédito”.³² Sin embargo, esta política encontró un límite en el precio de los *commodities*. Como lo recordaba en sus últimos años de vida, la política sufrió las consecuencias de

³⁰ González, N. y D. Pollock (1991); “Del ortodoxo al conservador ilustrado...”, p. 470.

³¹ Prebisch, R.; “El convenio con Gran Bretaña”, *La Nación*, 2 de mayo de 1933.

³² Prebisch, R. (1985); “La experiencia del Banco Central Argentino en sus primeros ocho años”, en *El Banco Central de la República Argentina en su 50 aniversario 1935-1985*, Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, 1986, p. 52.

la inflación y “no podía atacar la fluctuación en los productos agrícolas de mayor importancia”.³³ Su experiencia en el Banco Central le permitiría asesorar en la década de 1940 la creación de los bancos centrales de México, Venezuela, Paraguay, Guatemala, República Dominicana y en menor medida de Brasil.

La década de 1930 se presentó como una oportunidad para la experimentación en materia de política económica, luego de que la ortodoxia demostrara no estar a la altura de las circunstancias. Las medidas económicas impulsadas por el equipo económico del presidente Agustín P. Justo (1932-1938) fueron criticadas en tanto algunos sectores políticos consideraban a estos funcionarios como parte de un régimen corrupto y oligárquico, carente de legitimidad por apelar al fraude electoral y por favorecer los intereses de los capitalistas extranjeros. Por ejemplo, la creación del Banco Central en 1935 había sido, en la visión de buena parte de la opinión pública, una iniciativa del director del Banco de Inglaterra, Sir Otto Niemeyer.

El economista Felipe Pazos, por el contrario, valora positivamente las diferencias entre el proyecto argentino y el proyecto de Niemeyer. En su versión original, el proyecto no contemplaba la creación del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias, iniciativa de Federico Pinedo, Ministro de Hacienda entre 1933 y 1935 y estrecho colega de Prebisch.

Por otro lado, en el sexto artículo Niemeyer preveía que el gobierno nacional no podía ser accionista del Banco Central, pero Prebisch consideró que el Estado debía aportar una cantidad igual a la suma de aportes de los bancos particulares. En la versión original del artículo 10 se requería la aprobación del Poder Ejecutivo para el nombramiento del presidente y el vicepresidente. Prebisch, en cambio, consideró que la elección para estos cargos debía efectuarse entre aquellos candidatos preseleccionados por la Asamblea de Buenos Accionistas propuesta por el Directorio. Finalmente, en el artículo 54 del proyecto de Prebisch se establecía una duración de cuarenta años para la institución, período que no se cumplió pues fue intervenida en 1945.

Si no hubo una explosión de crédito fue, según Pazos, porque el Banco Central reabsorbió una tercera parte de este incremento sumado a “las angustias de los años de congelación [que] habían hecho mucho más cautelosa la actitud de los

³³ Prebisch, R. (1986); *La crisis del desarrollo argentino...*, p. 119.

bancos”.³⁴ El Banco Central cumplía así la misión de suavizar el ciclo económico que Prebisch había considerado como parte de su esencia institucional. La acción preventiva estuvo a cargo de la Inspección de Bancos, adscripta al Central, una práctica inédita en esos tiempos.

En diciembre de 1940, cuando Federico Pinedo defendió el Plan de Reactivación de la Economía Nacional ante la Cámara de Senadores (conocido como el Plan Pinedo), señaló a Prebisch entre los autores de “vasta ciencia económica”. En 1940 Prebisch asistió a Pedro Groppo, ministro de Finanzas del presidente Ortiz (entre 1938 y 1940, sucedido por Pinedo). En la cima de su carrera en el país, Prebisch fue indirecta pero efectivamente despedido del Banco Central, producto de sus diferencias con quienes llevaron adelante el golpe de Estado el 4 de junio de 1943. El 18 de octubre de ese año fue obligado a renunciar. Como sostiene Dosman, “de ser el ejecutivo más atareado de Argentina, había pasado a ser un intelectual aislado”.³⁵ El futuro de Prebisch era incierto y su ánimo estaba disminuido.

IV. El “Manifiesto Prebisch” (1943-1949)

En 1948 Prebisch se negó a aportar dinero para el Monumento al Descamisado y a opinar sobre el Plan Quinquenal.³⁶ Cuando las diferencias con el gobierno de Juan D. Perón eran insalvables, Prebisch renunció como profesor de Economía Política y Director del Instituto de Economía en la UBA. Desde la cátedra había producido muchos escritos en los que cuestionaba la universalidad de ciertas leyes económicas. En uno de ellos remarcaba la necesidad de “ahondar el conocimiento de la realidad argentina, si es que hemos de escapar alguna vez a la tutela teórica que, distante de nuestros acontecimientos, mal podría llevarnos por sí sola a su interpretación racional, ni enseñarnos a obrar correctamente sobre ellos”.³⁷ Prebisch podía entrever que “mientras en los centros se generan y

³⁴ Pazos, F. (1988); “Raúl Prebisch, banquero central”, *Revista de la CEPAL*, N° 34, abril, p. 193. Ver también “Aclara algunas dudas del perito Niemeyer el ministro de Hacienda”, *La Nación*, 10 de febrero de 1935. La polémica sería reabierto casi una década después, ver “El proyecto de Banco Central preparado por el señor Otto Niemeyer”, *La Prensa*, 31 de abril de 1944.

³⁵ Dosman, E. (2001); “Los mercados y el Estado en la evolución del «manifiesto» de Prebisch”, *Revista de la CEPAL*, N° 75, diciembre, p. 90.

³⁶ Fernández López, M.; “El baúl de Manuel”, *Página 12*, 10 de febrero de 2002.

³⁷ Prebisch, R. (1948); *La crisis de la economía política y la revolución keynesiana*, s.e., versión taquigráfica, Buenos Aires, p. 17.

desarrollan activamente los impulsos de expansión y contracción de la actividad económica, los países de la periferia están sujetos pasivamente a sus consecuencias, sufriendo el movimiento ondulatorio con características propias, que no han sido todavía el objeto de un estudio sistemático”.³⁸

Prebisch inició su carrera internacional al presentar *El desarrollo económico de América latina y algunos de sus principales problemas*, conocido como el *Manifiesto Latinoamericano* (término de Albert Hirschman), en la Conferencia de La Habana que daría origen a la CEPAL. El documento despertó polémica porque instaba a la industrialización como la única opción viable del momento para superar los rendimientos decrecientes del intercambio comercial, intentos que Prebisch había visto en la Argentina incluso antes de la Primera Guerra Mundial. Desde Washington llegaron a considerar a la CEPAL como “subversiva”.

Prebisch elaboró en el contexto de la segunda posguerra una guía básica para elaborar políticas consistentes con el desarrollo de América Latina. La influencia de John M. Keynes lo llevó a reafirmar la necesidad de mantener la demanda interna en un nivel que permitiera un alto nivel de ocupación. Sin embargo, según Ann-Sophie Savignat, Prebisch no era keynesiano.³⁹ Según Prebisch, el estímulo de la demanda propuesto por Keynes hubiera llevado a los países periféricos a aumentar las importaciones de bienes industriales, cuando en realidad el efecto deseado era el inverso. Los incentivos desde el Estado debían asignarse a determinados sectores, en forma limitada y ordenada, como puntualizaba en el Plan Pinedo de 1940.

En el Comité de la CEPAL en 1950 Prebisch no proponía reducir las importaciones sino alterar su composición de modo que la contracción de algunas importaciones permitiese la expansión de otras indispensables. Es por esto último que no debemos encasillar el pensamiento de Prebisch en lo que se conoció como el “desarrollo hacia adentro”. Las dificultades de América Latina tenían su origen en el rango de variación de los precios, mayor para los bienes primarios. Además, consideraba que los centros imponían sus ciclos a la periferia y subrayaba la necesidad de industrializarse pese a contar con abundantes recursos naturales.

³⁸ Prebisch, R. (1948); *El posible desarrollo de la teoría económica en la Argentina*, s.e., versión taquigráfica, Buenos Aires, p. 6.

³⁹ Savignat, Ann-Sophie (2005); “Raúl Prebisch: del ciclo económico al desarrollo económico”, en “Dossier: Prebisch veinte años después”, *Ciclos en la historia, la economía, y la sociedad*, N° 29, Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, p. 47.

De esta manera, sostiene Mario Rapoport, “se enfrenta y demuele uno de los pilares básicos de la economía ortodoxa que enuncia que cada país debe especializarse según sus ventajas comparativas”.⁴⁰

A partir de las estadísticas comparativas entre precios agropecuarios e industriales entre 1870 y 1945, Prebisch elaboró una teoría sobre *el deterioro secular de los términos de intercambio*, según la cual los países cuya canasta de exportación incluía mayoritariamente bienes del sector primario estaban en condiciones desfavorables. Las exportaciones de estos países tenían un menor “poder adquisitivo” ya que el aumento de los ingresos de los productores industriales era más que proporcional respecto al aumento de la productividad en el sector.⁴¹ De acuerdo con esta perspectiva, nació el desarrollismo, con el intento de industrializar a América Latina lo más pronto que fuera posible.

El tipo de industrialización que Prebisch proponía era compatible con el desarrollo agrario, dado que América Latina necesitaba antes que nada garantizarse las exportaciones de dichos productos para obtener el ingreso de divisas con las cuales abastecerse de los bienes de capital que la región no estaba en condiciones de producir. El Manifiesto enfatizaba la necesidad de acumulación de capital, es decir, lograr que los países de la región ahorren, mientras que Keynes enfatizaba la necesidad de estimular la demanda vía consumo y no creía en la ley de Say (“toda oferta genera su propia demanda”). Para Prebisch, el economista inglés creía poder reformar el sistema capitalista sin destruirlo, al mismo tiempo que “por más que abandone a los clásicos, Keynes no podrá emanciparse jamás de sus hábitos mentales”.⁴²

Como sostiene Kathryn Sikkink, la ideología desarrollista no tuvo grandes referentes teóricos, salvo a Keynes en tanto “demoledor de viejas formas de pensamiento económico”.⁴³ En 1947 Prebisch publicó una *Introducción a Keynes* para difundir las ideas del economista inglés en el medio local. En la Argentina hubo una

⁴⁰ Rapoport, M. (2005); “El retorno de un heterodoxo”, en “Dossier: Prebisch veinte años después”, *Ciclos en la historia, la economía, y la sociedad*, N° 29, Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, p. 11.

⁴¹ Prebisch, R. (1964); *Nueva política comercial para el desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.

⁴² Prebisch, R. (1948); *Introducción a la teoría dinámica de la economía*, s.e., versión taquigráfica, Buenos Aires, p. 10.

⁴³ Sikkink, K. (1991); *Ideas and institutions. Developmentalism in Brazil and Argentina*, Cornell University Press, Ithaca, p. 53.

generación imbuida del pensamiento de la CEPAL que veía al desarrollo económico como una condición necesaria para una democracia duradera. La promesa de salir del Tercer Mundo parecía estar al alcance de la mano, lo que explica la grandilocuencia de los discursos de la época: no perderse el “tren de la historia” o, como decía el presidente de Brasil, Juscelino Kubitschek, avanzar “cincuenta años en cinco”.

Según el Manifiesto, las ventajas del progreso técnico no estaban siendo distribuidas equitativamente en los países de la periferia y esto afectaba el nivel de vida de la población. Las dificultades de la región tenían que ver con que el rango de variación de los precios era mayor en las materias primas que en los productos industriales. De esta manera América Latina se encontraba en una situación de desventaja ya que sus exportaciones tenían un fuerte componente de bienes primarios.

Cuando Prebisch reflexionaba sobre la experiencia de la década de 1920 y advertía que el anquilosamiento teórico se debía en parte a no advertir el carácter cambiante de la economía internacional: “antes de la depresión, los países de América Latina crecieron impulsados desde afuera por el crecimiento persistente de las exportaciones. Nada autoriza a suponer, al menos por ahora, que este fenómeno haya de repetirse”.⁴⁴ Al contrario, durante el siglo XX las diferencias entre el centro y la periferia fueron profundizándose. La periferia debía estar preparada entonces para adecuarse al comportamiento comercial y monetario del nuevo centro cíclico, es decir, los Estados Unidos, que no necesariamente iba a implementar el mismo dominio que Gran Bretaña. Estaba demostrado que los países del centro podían cambiar su conducta comercial y monetaria en poco tiempo. En la década de 1920, eran abiertos a los mercados y con alto flujo de metálico hacia afuera; luego se comportaron de manera opuesta, transfiriendo al resto del mundo una influencia depresiva.

El desafío para las instituciones que Prebisch tenía en mente era controlar las fluctuaciones del ciclo en economías con exportaciones primarias y dependientes de la inversión extranjera. El diagnóstico indicaba que el problema era estructural, de ahí el nombre de esta escuela de pensamiento nacida en el contexto de la política de industrialización por sustitución de importaciones especialmente en

⁴⁴ Prebisch, R. (1949); “El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas”, *Desarrollo Económico*, N° 103, 1986, p. 481.

acero, maquinarias, químicos y energía, de la mano de inversión extranjera y el papel activo del Estado en la producción más que en la distribución.

V. Un hombre de instituciones (1949-1969)

Para Natalio Botana, la economía fue para Prebisch lo mismo que para los fundadores de este saber, es decir, economía política, explicación y acción.⁴⁵ Sus aportes al pensamiento económico también tuvieron que ver con la puesta en marcha de sus ideas en el plano de las instituciones, quizás uno de sus principales legados para la región. A través de ellas contribuyó a afirmar la identidad de América Latina: hasta la década de 1940 no existía la noción de que la región (al igual que Asia y África) tenía problemas económicos de distinta naturaleza que los del resto del mundo.

Prebisch buscó dar fundamentos a procesos que se habían iniciado. Refiriéndose al período de la CEPAL, afirmaba que “la política económica que yo proponía trataba de dar una justificación teórica para la política de industrialización que ya se estaba siguiendo”.⁴⁶ En un plano concreto, sostiene Iglesias, promovió “la infraestructura regional esencial mediante las asociaciones industriales como las del Hierro y el Acero o la Pulpa y el Papel; estudios pioneros estadísticos y de país; servicios de capacitación y planeamiento; esfuerzos para racionalizar las conexiones en el transporte, y así sucesivamente”.⁴⁷

Todas estas medidas promovían la integración de América Latina, un objetivo que Prebisch tuvo como fijación desde por lo menos 1941. De hecho, uno de los logros de la CEPAL fue la creación de la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio (ALALC) en 1960 (sucedida en 1980 por la actual Asociación Latinoamericana de Integración - ALADI). La ALALC no impedía que los países de la región siguieran manteniendo sus barreras de protección aduanera frente al resto del mundo. Esta redefinición de la frontera creaba un grupo de países económicamente equivalentes donde sí se podían cumplir los postulados de la teoría clásica. Tras la creación

⁴⁵ Botana, N., T. Di Tella y H. Jaguaribe (1988); *Reflexiones sociopolíticas sobre el pensamiento de Raúl Prebisch*, Tesis, Buenos Aires, p. 3.

⁴⁶ Prebisch, R. (1983); “Cinco etapas de mi pensamiento sobre el desarrollo”, en *Raúl Prebisch: pensamiento y obra*, Fundación Raúl Prebisch, Tesis, Buenos Aires, 1988, p. 6.

⁴⁷ Iglesias, E. (2006); “Raúl Prebisch y David Pollock: la causa del desarrollo”, en *Raúl Prebisch. El poder, los principios y la ética del desarrollo*, Edgar J. Dosman (ed.), BID-INTAL, Buenos Aires, pp. 6-7.

de la ALALC, Prebisch pronosticaba “la reducción de costos que surge de la producción masiva y de la especialización, pues de acuerdo con la norma natural de división del trabajo, cada país fabricará o producirá, aquello para lo cual está mejor dotado”.⁴⁸

Como señala Rubens Ricupero, “Prebisch persistió siempre en esa idea: que el progreso, la industrialización del Sur, iba a crear una demanda cada vez más importante de productos sofisticados del Norte, de tecnología del Norte, y sería una fuente adicional de demanda”.⁴⁹ Es decir, que la industrialización y la tecnificación de la agricultura eran procesos complementarios, dado que ambos tenían el mismo signo favorable en cuanto al aumento de las importaciones. Prebisch no era dogmático y muchas veces se conformaba con provocar algún debate, por ejemplo, en la década de 1980 cuando empezaban a tomar fuerzas las posiciones de una tercera vía entre las ideologías enfrentadas durante la Guerra Fría. Según Prebisch, el comunismo no funcionaba “porque eliminaba la libertad política (más aún, no servía en la práctica), mientras que el liberalismo sin restricciones era económicamente eficiente pero socialmente insostenible”.⁵⁰

El desafío consistía entonces en construir un nuevo orden que incorporara lo mejor de cada sistema. Si bien la Guerra Fría alimentaba este tipo de dicotomías, Prebisch buscaba una síntesis filosófica entre ambas ideologías: “se requiere el socialismo para asegurar el «uso social» del excedente. [...] Por su parte, el liberalismo económico es necesario por cuanto deben dejarse en manos del mercado las decisiones individuales de producción y consumo”.⁵¹ Siguiendo a Dosman, podemos afirmar que Prebisch fue un economista intuitivo que evitaba los extremos, no era “un académico típico que buscaba el debate erudito mediante las revistas especializadas. [...] Había que asegurar un equilibrio entre la productividad y la política social para mantener el crecimiento”.⁵² Y en lo que respecta a ese crecimiento, un equilibrio entre los diferentes sectores para reducir la vulnerabilidad propia de economías agroexportadoras y deudoras.

⁴⁸ “Es preciso reciprocidad y complementación en la zona de libre comercio”, *La Nación*, 19 de febrero de 1960.

⁴⁹ Ricupero, R. (2004); “La renovada contemporaneidad de Raúl Prebisch”, *Revista de la CEPAL*, N° 84, diciembre, p. 17.

⁵⁰ Dosman, E. (2008); *The Life and Times of Raúl Prebisch...*, p. 488.

⁵¹ Prebisch, R. (1983); “Cinco etapas de mi pensamiento...”, pp. 26-27.

⁵² Dosman, E. (2001); “Los mercados y el Estado...”, pp. 92-93.

El objetivo de la UNCTAD era trascender los límites de un foro de discusión y llegar a influir sobre las reglas de juego del comercio internacional para moderar las relaciones desiguales entre países. Del mismo modo en que el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT, por sus siglas en inglés) no eran neutrales ante los intereses de las naciones desarrolladas, la UNCTAD debía buscar beneficios para el Tercer Mundo (un término que comenzó a utilizarse en la segunda posguerra). Desde la UNCTAD, Prebisch criticaba los regímenes populistas que habían gobernado América Latina en las décadas de la segunda posguerra: “carente de fuertes convicciones, sin un sistema de ideas bien articulado, el populismo acude a la fuente inagotable de las emociones para exaltar figuras carismáticas. Evade los problemas difíciles y sobrepone el inmediatismo redistributivo a la necesidad de transformaciones, a las soluciones de fondo que exige el desarrollo”.⁵³ Según Prebisch, no era suficiente con poner al descubierto los males sociales ni con repartir a discreción los fondos públicos.

Su actitud respecto de los sindicatos era ambivalente. Por un lado, los consideraba como responsables de conquistas sociales legítimas, pero, por otro, era conciente de las presiones que éstos generaban sobre los salarios, difíciles de controlar en contextos inflacionarios o en épocas de ajuste dada la inflexibilidad hacia la baja de los salarios. Prebisch observaba, al mismo tiempo, que el proceso de urbanización en la segunda mitad del siglo XX parecía no tener marcha atrás: “en un país esencialmente agrario las depresiones se manifiestan en el descenso de ingresos rurales antes que en desocupación [...] No cabría esperar lo mismo cuando la industria ha concentrado masas relativamente grandes en las ciudades: el problema cíclico de la desocupación adquiriría, en tal caso, serias proyecciones sociales”.⁵⁴

Las dificultades de lograr el consenso con los países desarrollados tenían que ver, según decía Prebisch en una conferencia de la UNCTAD en Nueva Delhi en 1968, con que pocas circunstancias eran favorables al planteo de largo plazo de los problemas que los países en desarrollo enfrentaban. Cuando la prosperidad económica era generalizada (la década de 1960 fue uno de estos momentos), la atención de los hacedores de política económica se desviaba hacia otros

⁵³ Prebisch, R. (1970); *Transformación y desarrollo: la gran tarea de América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F., p. 17.

⁵⁴ Prebisch, R. (1949); “El desarrollo económico de la América Latina...”, p. 498.

objetivos, mientras que en tiempos de crisis, cuando la reforma era una necesidad evidente, los países no contaban con los recursos para afrontarla y la posponían hacia un futuro incierto.⁵⁵

Las gestiones de Prebisch lograron para los países del Tercer Mundo reunidos en el llamado Grupo 77 una mejor posición de negociación en los acuerdos comerciales. El G77 (actualmente con una membresía de 135 países) se convirtió en vocero efectivo sobre el comercio desigual y la necesidad de la industrialización. La fuerza de sus discursos contribuyó a la adherencia de estos países al Sistema Generalizado de Preferencias (SGP). A través del SGP, los países industrializados establecían aranceles y otras concesiones comerciales a aquellos que buscaban vender nuevos productos industriales. Dado que el SGP no exigía reciprocidad, quedaba suspendida la cláusula de Nación Más Favorecida que había establecido el GATT, según la cual ningún país podía dar beneficios aduaneros exclusivos a un solo país.

En contraposición con este éxito, el Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES), promovido por Prebisch desde la CEPAL, no tuvo el apoyo financiero necesario y quedó lejos de cumplir las metas trazadas. Sin embargo, pudo funcionar como lugar de formación académica para muchos profesionales. Entre su creación en 1962 y 1992, organizó 328 cursos y seminarios en la región donde participaron 12.272 personas.⁵⁶ La escuela estructuralista de pensamiento económico, derivada de la CEPAL, enfatizaba la diferencia entre las condiciones histórico-estructurales de los países de América Latina y las abstracciones de la teoría neoclásica. Los principales núcleos teóricos de este pensamiento fueron la viabilidad de un capitalismo nacional autónomo, la existencia de un desarrollo desigual en la tecnología entre el centro y la periferia, la necesidad de un Estado propulsor de aquellos sectores que pudieran aumentar los niveles de productividad o bien reducir el coeficiente de importaciones, lo cual ahorraría divisas y al mismo tiempo disminuiría la dependencia con el extranjero.

Enrique Iglesias, colaborador de Prebisch y coautor de *Transformación y desarrollo: la gran tarea de América Latina* (1970), resumía adecuadamente el rol multifacético y hasta dialéctico de Prebisch a lo largo de su extensa carrera:

⁵⁵ Reproducido en Dosman, E. (2008); *The Life and Times of Raúl Prebisch...*, p. 428.

⁵⁶ Montecinos, V. (1996); "Economists in Political and Policy Elites in Latin America", en *The post-1945 internationalization of economics*, A.W. Coats (ed.), Duke University, Durham, p. 289.

Fue capaz de participar en las políticas de desarrollo de un país primario exportador como la Argentina de los años treinta y, al mismo tiempo, de criticar esas políticas; de formular el esquema de análisis centro-periferia y, más tarde, cuestionarlo; de abogar en una determinada etapa por la industrialización sustitutiva y, más tarde, de criticar los excesos de esta estrategia; de proponer un programa para la estabilización de los precios de los productos básicos y luego observar sus magros resultados, y de reconocer los logros alcanzados por el capitalismo periférico sin dejar de cuestionar la naturaleza de dicho proceso.⁵⁷

VI. Conclusiones

Una de las lecciones de las décadas de 1920 y 1930 para Prebisch fue que el cumplimiento de las reglas a veces no era suficiente para garantizar la estabilidad monetaria. Esto sucedió en la primera posguerra, cuando incluso países centrales como Inglaterra tuvieron problemas al intentar restablecer unilateralmente el patrón oro en 1925. La diferencia entre la década de 1930 y la segunda posguerra era que en esta última había intenciones de acuerdos internacionales a nivel comercial y financiero desde Bretton Woods (1944) y las instituciones que siguieron: el FMI y el GATT.

Sin dudas hay motivos para considerar a Raúl Prebisch como el “padre del desarrollo” en América Latina. El aporte de la mirada histórica a esta afirmación sería preguntarse por las vicisitudes que llevaron a un funcionario público de Argentina a convertirse en un referente de los debates sobre las economías latinoamericanas. Para Prebisch, el estudio de la realidad económica estaba encaminado al mejoramiento de las condiciones sociales de América Latina. Por ello fue importante que su labor trascendiera los claustros universitarios y llegara a los centros de comando de los organismos internacionales, teniendo una perspectiva crítica de los gobiernos de la región.

Uno de los principales aportes de Prebisch al pensamiento económico fueron sus indagaciones sobre las causas de largo plazo de las crisis económicas más importantes, como la de 1930. Si bien los países periféricos estaban sujetos a fuerzas económicas que los excedían, Prebisch remarcaba que la política de cooperación internacional no sustituía al desarrollo propio, es sólo un complemento del mismo.

⁵⁷ Iglesias, E. (1992); *Reflexiones sobre el desarrollo económico...*, p. 24.

Con la crisis del petróleo en la década de 1970 y la explosión de la deuda en la siguiente el paradigma *cepalino* entró en crisis. El Consenso de Washington que promovía la liberalización de los mercados empezaba a ganar fuerza en la región.

En su última producción escrita, *La crisis del desarrollo argentino*, Prebisch reunía una serie de conversaciones sobre la economía argentina en clave centro-periferia. Muchas de ellas representan, como lo dice él mismo, “el diálogo que suelo tener conmigo mismo”.⁵⁸ El principal referente del pensamiento económico en América Latina del siglo XX pasó los últimos años de su vida en el ostracismo. Más allá de los juicios que podamos emitir actualmente sobre los aciertos o fallas de sus teorías, Prebisch tiene un lugar asegurado en la historia del pensamiento económico y los frutos de su liderazgo todavía están presentes.

⁵⁸ Prebisch, R. (1986); *La crisis del desarrollo argentino...*, p. 13.

Referencias

Academia Nacional de la Historia (2002); *Nueva Historia de la Nación Argentina. La Argentina del siglo XX*, Buenos Aires, Planeta, tomo 9.

Archivo de trabajo del Dr. Raúl Prebisch, 1920-1986; New York, Hudson Microimaging, 2004 (recurso electrónico de la colección en microfilm en custodia de la biblioteca de la CEPAL en Santiago de Chile, en colaboración con la Universidad de Illinois).

Banco Central de la República Argentina (1972); *La creación del Banco Central y la experiencia monetaria argentina entre los años 1935-1943*, BCRA, Buenos Aires.

Banco Central de la República Argentina (1986); *El Banco Central de la República Argentina en su 50 aniversario 1935-1985*, BCRA, Buenos Aires.

Banco de la Nación Argentina (1928); “Organización de la Oficina de Investigaciones Económicas”, *Revista Económica* N° 1, 1ro. de agosto, pp. 3-5.

Banco de la Nación Argentina (1928); “Propósitos de esta publicación”, *Revista Económica*, N° 1, 1ro. de agosto.

Beaudreau, B. C. (1996); *Mass production, the stock market crash, and the Great Depression: the macroeconomics of electrification*, Greenwood Press, Westport.

Beaudreau, B. C. (1999); “Electric Power, Keynes and the \$4.86 Pound: A Reexamination of Britain’s Return to the Gold Standard”, *Journal of European Economic History*, 2, pp. 383-408.

Bethell, L. (ed.) (1996); *Ideas and Ideologies in Twentieth Century Latin America*, Cambridge University Press, New York.

Botana, N., T. Di Tella y H. Jaguaribe (1988); *Reflexiones sociopolíticas sobre el pensamiento de Raúl Prebisch*, Tesis, Buenos Aires.

Bunge, A. (1930); “La evolución socialista de post-guerra”, *Revista de Ciencias Económicas*, 113, diciembre, pp. 1121-1225.

Bunge, M. (1985); *Economía y filosofía*, Tecnos, Madrid.

Coats, A. W. (ed.) (1996); *The post-1945 internationalization of economics*, Duke University, Durham.

Cortés Conde, R. (2001); “Raúl Prebisch: Los años de gobierno”, *Revista de la CEPAL*, N° 75, diciembre, pp. 83-87.

Di Tella, G. y D. C. M. Platt (1986); *The political economy of Argentina, 1880-1946*; Macmillan, Oxford.

Dosman, E. (2001); “Los mercados y el Estado en la evolución del «manifiesto» de Prebisch”, *Revista de la CEPAL*, N° 75, diciembre, pp. 89-105.

Dosman, E. (ed.) (2006); *Raúl Prebisch. El poder, los principios y la ética del desarrollo*, BID-INTAL, Buenos Aires.

Dosman, E. (2008); *The Life and Times of Raúl Prebisch, 1901-1986*, McGill-Queen's University Press, Montreal.

Drake, P. W. (ed.) (1994); *Money doctors, foreign debts, and economic reforms in Latin America from the 1890s to the present*, Jaguar Books on Latin America, Wilmington.

Drosdoff, D. (1972); *El gobierno de las vacas: 1933-1956. Tratado Roca-Runciman*, La Bastilla, Buenos Aires.

Fernández López, M. (1987); “Raúl Prebisch, estudiante y profesor de economía en la Universidad de Buenos Aires”, *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*, Universidad Nacional de Córdoba, pp. 747-776.

Fernández López, M. (1996); “El ciclo económico argentino: estudios de Raúl Prebisch”, *Ciclos*, N° 10, Universidad de Buenos Aires, pp. 17-32.

Fernández López, M. (2001); “Uno de los jóvenes más estudiosos”, *La Gaceta de Económicas*, 9 y 10, Facultad de Ciencias Económicas, abril y mayo.

Fundación Raúl Prebisch (1988); *Raúl Prebisch: pensamiento y obra*, Tesis, Buenos Aires.

Fundación Raúl Prebisch (1991); *Raúl Prebisch: obras 1919-1948*, M. Fernández López (compilador), Fundación Raúl Prebisch, Buenos Aires.

Gerchunoff, P. y H. Aguirre (2006); “La economía argentina entre la gran guerra y la gran depresión”, *Serie Estudios y Perspectivas-CEPAL*, N° 32, Buenos Aires, pp. 87.

González, N. y D. Pollock (1991); “Del ortodoxo al conservador ilustrado. Raúl Prebisch en la Argentina, 1923-1943”, *Desarrollo Económico*, Vol. 30, N° 120, enero-marzo, pp. 455-486.

González del Solar, J. (1983); “Conversaciones con Raúl Prebisch”, en C. Mallorquín, “Textos para el Estudio del Pensamiento de Raúl Prebisch”, *Cinta de Moebio: Revista Electrónica de Epistemología de Ciencias Sociales*, 25, 2006.

Grinspun, P. A. (2003); *Crisis argentina y globalización. La vigencia de Raúl Prebisch*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.

Gurrieri, A. (2001); “Las ideas del joven Prebisch”, *Revista de la CEPAL*, N° 75, diciembre, pp. 69-82.

Hora, R. (2002); *Los terratenientes de la pampa argentina. Una historia social y política. 1860-1945*, Siglo XXI, Buenos Aires, p. 276.

Iglesias, E. (1992); *Reflexiones sobre el desarrollo económico. Hacia un nuevo consenso latinoamericano*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington.

Iglesias, E. (2006); “Raúl Prebisch y David Pollock: la causa del desarrollo”, en *Raúl Prebisch. El poder, los principios y la ética del desarrollo*, Edgar J. Dosman (ed.), BID-INTAL, Buenos Aires, pp. 6-7.

Instituto Torcuato Di Tella - Columbia University (1970/1971); *Archivo de Historia Oral*, entrevistas a cargo de Luis Alberto Romero y Leandro Gutiérrez.

Magariños, M. (1991); *Diálogos con Raúl Prebisch*, Fondo de Cultura Económica, México.

Máspero Castro, A. (1916); “El impuesto único y los universitarios argentinos”, *Revista de Ciencias Económicas*, 31-32, enero-febrero, pp. 47-60.

Nakhlé, G. E. (2005); “El joven Raúl Prebisch en la producción de economistas, 1918-1927”, Tesis de Licenciatura en Historia, Universidad Torcuato Di Tella, julio.

Nove, A. (1992); *An Economic History of the USSR—1917-1991*, Penguin Books, London, p. 126.

O’Connell, A. (2001); “El regreso de la vulnerabilidad y las ideas tempranas de Prebisch sobre el «ciclo argentino»”, *Revista de la CEPAL*, N° 75, diciembre, pp. 53-67.

Pazos, F. (1988); “Raúl Prebisch, banquero central”, *Revista de la CEPAL*, N° 34, abril, pp. 189-204.

Piñeiro Iñiguez, C. (2003); *Herejías periféricas: Raúl Prebisch. Vigencia de su pensamiento*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.

Plotkin, M. (2006); “Notas para un análisis comparativo de la constitución del campo de los economistas en Argentina y Brasil”, mimeo.

Pollock, D., D. Kerner y J. L. Love (2001); “Entrevista inédita a Prebisch: logros y deficiencias de la CEPAL”, *Revista de la CEPAL*, N° 75, diciembre, pp. 9-23.

Pollock, D., D. Kerner y J. L. Love (2002); “Aquellos viejos tiempos: la formación teórica y práctica de Raúl Prebisch en la Argentina. Una entrevista realizada por David Pollock”, *Desarrollo Económico*, Vol. 41, N° 164, enero-marzo, pp. 531-553.

Prebisch, R. (1921); “Comentarios sobre el trabajo de Juan B. Justo”, *Estudios sobre la moneda*, tercera edición, Buenos Aires, 1921”, *Revista de Ciencias Económicas*, 1, agosto, pp. 72-78.

Prebisch, R. (1922); *Información estadística sobre el comercio de carnes*, Buenos Aires, Sociedad Rural Argentina, Oficina de Estadística.

Prebisch, R. (1923); *Anotaciones sobre la crisis ganadera*, s.e., Buenos Aires.

Prebisch, R. (1927); “El régimen de pool en el comercio de carnes: informe técnico”, en *El pool de frigoríficos: necesidad de intervención del Estado*, Sociedad Rural Argentina, Buenos Aires.

Prebisch, R. (1948); *Apuntes de economía política: dinámica económica*, versión taquigráfica de Menescaldi y Guillén, Buenos Aires.

Prebisch, R. (1948); *El posible desarrollo de la teoría económica en la Argentina*, s.e., versión taquigráfica, Buenos Aires.

Prebisch, R. (1948); *Introducción a la teoría dinámica de la economía*, s.e., versión taquigráfica, Buenos Aires.

Prebisch, R. (1948); *La crisis de la economía política y la revolución keynesiana*, s.e., versión taquigráfica, Buenos Aires.

Prebisch, R. (1949); “El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas”, *Desarrollo Económico*, N° 103, 1986, pp. 479-502.

Prebisch, R. (1964); *Nueva política comercial para el desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.

Prebisch, R. (1970); *Transformación y desarrollo: la gran tarea de América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.

Prebisch, R. (1986); *La crisis del desarrollo argentino. De la frustración al crecimiento vigoroso*, El Ateneo, Buenos Aires.

Ricupero, R. (2004); “La renovada contemporaneidad de Raúl Prebisch”, *Revista de la CEPAL*, N° 84, diciembre, pp. 7-18.

Sikkink, K. (1991); *Ideas and institutions. Developmentalism in Brazil and Argentina*, Cornell University Press, Ithaca.

VV.AA. (2005); “Dossier: Prebisch veinte años después”, *Ciclos en la historia, la economía, y la sociedad*, N° 29, Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas.

Pautas generales para la publicación de trabajos técnicos

Ensayos Económicos está orientada a la publicación de artículos de carácter teórico, empírico y/o de política aplicada con énfasis en los aspectos monetarios y financieros, que se refieran tanto a la economía Argentina como al ámbito de la economía internacional. La revista está dirigida a investigadores en las áreas de macroeconomía y finanzas, profesionales que se desempeñan en la gestión de las políticas públicas, participantes del sistema financiero, docentes y estudiantes de los niveles de grado y postgrado en Argentina y Latinoamérica.

Características Generales del Proceso de Referato

El rigor científico será el único criterio de evaluación de los trabajos a ser publicados en la revista “Ensayos Económicos” del BCRA. A tal fin, la publicación de los artículos estará sujeta a un proceso de referato similar al que se aplica en la mayoría de las revistas académicas.

Para garantizar imparcialidad, cada artículo estará sujeto a una revisión anónima (*blind review*) por parte de dos referís, uno interno (investigador del BCRA) y otro externo, quienes evaluarán características generales del trabajo, como originalidad, relevancia, metodología, entre otros.

La decisión final de publicación estará a cargo del “Comité Editorial”, quien utilizará la recomendación de los referatos como guía básica, pero no excluyente, para formar su juicio. Los autores recibirán copias de los resultados del referato (también anónimo), independientemente de la calificación final otorgada.

Editor: Jorge Carrera

Comité Editorial

- José María Fanelli
- Ricardo Ffrench-Davis
- Javier Finkman
- Daniel Heymann
- José Antonio Ocampo
- Mario Tonveronachi

Formatos

Los artículos contarán con una extensión máxima de veinticinco páginas incluyendo cuadros, tablas, gráficos y anexos, y deberán estar escritos en idioma español.

Se enviarán dos copias impresas a la dirección:

Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas, Revista Ensayos Económicos, Reconquista 266, Buenos Aires, Argentina, C1003 ABF.

Asimismo, se solicitará el envío de una versión electrónica que sea copia fiel del documento impreso a la dirección: ensayos.economicos@bcra.gov.ar.

La primera hoja del documento deberá contener el título del trabajo, el nombre de los autores y su pertenencia institucional y un resumen del trabajo de no más de 150 palabras. Al pie de página pueden indicarse direcciones de email, comentarios y/o agradecimientos. Luego del resumen se agregarán hasta cinco categorías de la clasificación del JEL (*Journal of Economic Literature*) y las palabras clave. En el resto de las páginas no deberá mencionarse a los autores del artículo. Adicionalmente, se solicita un resumen en inglés más amplio, que no deberá superar las dos páginas.

La presentación del documento deberá hacerse en "Microsoft Word" en hoja de tamaño A4, en letra Arial 11 con todos los márgenes de 2,5 cm. Se utilizará un interlineado simple y renglón en blanco como separación entre párrafos.

Los títulos y subtítulos tendrán la fuente Arial 11. El primer nivel de títulos es en negrita y con numeración en números romanos (**I, II, III,...**). El segundo nivel de títulos es en negrita e itálica con números (***I.1, I.2, I.3,...***). El tercer nivel de títulos es en itálica y con letras minúsculas (*I.1.a, I.1.b,...*).

Las notas estarán numeradas de manera consecutiva al pie de la página. Las ecuaciones deberán numerarse consecutivamente a la derecha de la página. Tablas, gráficos y figuras deberán tener un orden consecutivo y estar citadas en el texto. Una vez aceptado el documento para su publicación, se solicitarán los respectivos soportes electrónicos de tablas, gráficos, figuras y ecuaciones.

Para las referencias bibliográficas en el texto se empleará la fórmula: Svensson y Taylor (2002); en caso de más de dos autores se empleará la formula Svensson et al. (2002), y deberán citarse inmediatamente luego de la última sección del trabajo antes de los posibles apéndices o anexos. Se utilizarán las siguientes formas:

- Para publicaciones periódicas: Blanchard, O. y D. Quah (1989); “The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Aggregate Supply”, *The American Economic Review*, 79, pp. 655-73.
- Para libros: Hendry, D.F. (1995); *Dynamic Econometrics*, Advanced Texts in Econometrics, Oxford University Press.
- Para artículos en libros: Williamson, J. H. (1971); “On the Normative Theory of Balance of Payments Adjustment” en G. Clayton, J. C. Gilbert y R. Sedgwick (eds.), *Monetary Theory and Monetary Policy in the 1970's*, Oxford, Oxford University Press.
- Para documentos de trabajo: Billmeier, A. (2004); “Ghostbusting: Which Output Gap Measure really matters?”, IMF, Working paper 04/146.

Difusión

El Banco Central garantiza una amplia difusión de la revista, realizando una distribución gratuita de la misma en ámbitos académicos locales y del exterior, organismos públicos, bancos centrales, centros de investigación públicos y privados, y prensa especializada. Asimismo, la revista se encuentra indexada en la base bibliográfica electrónica de la American Economic Association, EconLit. El Banco también ofrece ejemplares al público en general –mediante solicitud–, y las versiones electrónicas de las distintas ediciones se encuentran disponibles en su sitio web: www.bcra.gov.ar.