

Creación y destrucción de liquidez

Claves de la coyuntura y las crisis financieras en general

Guillermo A. Calvo (*)

I. INTRODUCCIÓN

Un tema central de extrema urgencia en un mundo que ya ha sido visitado varias veces por crisis financieras y tiene en sus manos una que todavía no se ha solucionado es: 1) entender lo más profundamente posible el origen de estas crisis, y 2) encontrar soluciones que minimicen el coste de ajuste para las economías afectadas. Éstos van a ser los temas centrales de este artículo, poniendo énfasis en un factor que se menciona con frecuencia en la prensa pero que, en mi opinión, no está suficientemente bien entendido. Me refiero a la *liquidez*, un factor que ha jugado un papel central en la generación de estas crisis y es probable que continúe estando en la raíz de las que surjan en el futuro.

Es importante tener presente que la crisis que estamos experimentando en las economías avanzadas es de una naturaleza muy diferente a las que tuvieron lugar después de la Gran Depresión de los años treinta. Para encontrar antecedentes más cercanos es necesario estudiar las crisis que ocurrieron en las economías llamadas «emergentes», especialmente a partir de la crisis mexicana que se inició a finales de 1994 y tuvo resultados catastróficos durante el año siguiente (el producto cayó más de un 6 por 100). Estas crisis tienen en común con la que experimentamos hoy día —que voy a denominar Gran Recesión (GR)— que los factores *financieros* y, en particular, la *liquidez*, juegan un papel central.

Una característica predominante de las crisis financieras es que surgen de forma repentina y, muchas veces, de oscuros rincones de la economía. La GR es un ejemplo claro al respecto. Empezó en el sector de hipotecas de baja calidad y se expandió por gran parte de la economía mundial. El ejemplo más notorio en los emergentes fue la crisis que se originó en Rusia en agosto de 1998 por retrasos en los pagos de obligaciones del sector público en ese país. La crisis se

expandió a gran parte de los emergentes, a pesar de que Rusia representaba menos del 1 por 100 del producto mundial y no era un centro financiero importante. La crisis forzó un fuerte ajuste de las cuentas corrientes (del balance de pagos) de los mercados emergentes, desaceleró su crecimiento y decimó el mercado de bonos públicos emitidos por esas economías. Además, aún más sorprendente, llevó alrededor de cinco años para que las condiciones financieras que enfrentaron los emergentes (medidas por el EMBI+ publicado por JP Morgan, por ejemplo) volviesen a sus niveles originales (es decir, los que prevalecían antes del episodio ruso).

Esas características se deben, en gran medida, a que las transacciones de ese tipo son muy diferentes a aquellas que se completan en un período corto de tiempo (por ejemplo, una compra que se ejecuta a cambio de dinero efectivo). En primer lugar, involucran préstamos en los que una parte se desprende de un activo a cambio de una *promesa* de que la deuda se va a repagar en algún momento futuro. Pero, además, esas promesas de pago están muchas veces basadas en el supuesto, por parte del deudor, de que podrá incurrir en nuevas deudas para cumplir con el pago convenido, es decir, *refinanciando*. Esta característica se hace evidente y juega un papel central durante las crisis financieras. Por ejemplo, el problema de Italia en este momento no se debe tanto a la magnitud del gasto público (sin incluir el interés sobre su deuda) relativo a la recaudación de impuestos. La diferencia entre esas dos magnitudes (denominada *déficit primario*) no llega al 1 por 100 del producto, lo que es pequeño con respecto a, por ejemplo, el caso de Francia, que excede el 4 por 100 del producto. El problema es que a Italia se le está haciendo muy costoso *refinanciar* su deuda. Sin duda, la deuda pública (registrada) de Italia no es pequeña, representa alrededor de 100 por 100 del producto, pero lo que está haciendo la situación insostenible es que, por ejemplo, los bonos públicos a diez años exhiben una tasa de inte-

rés de alrededor del 6 por 100 (al momento de escribir esta nota). Si usamos esa tasa como barómetro del coste del dinero para el sector público italiano, eso implica que para mantener (no hablemos de reducir) la deuda pública como proporción del producto, habría que hacer un esfuerzo fiscal de alrededor del 4 por 100 del producto (suponiendo, con cierto optimismo, que entre la inflación y el crecimiento del producto se erosiona el 3 por 100 de la deuda en términos del producto y que el déficit primario original es del 1 por 100). Éste es un ajuste muy fuerte que difícilmente cuenta con el apoyo popular, como ya lo ha insinuado hace poco Mario Monti.

Vale la pena notar, sin embargo, que la tasa de interés que se le cobra a Italia tiene que ver con la *credibilidad* de sus promesas de política económica. Para ayudar a entender la importancia de este fenómeno, consideremos el caso en que Alemania salga como garante de la deuda pública italiana. La tasa que Alemania paga sobre un bono público a diez años es de alrededor del 2 por 100, lo que haría tal vez posible que la garantía bajara la tasa italiana a, digamos, un 3 por 100. Esto ayudaría a bajar el esfuerzo fiscal al 1 por 100 del producto (en lugar del 4 por 100 sin garantía), lo que es mucho más factible (1).

Las crisis que se deben a una *falta de credibilidad* en los anuncios de política económica se suelen llamar *crisis de liquidez*. Éstas se contraponen a las *crisis de solvencia*, en las cuales la deuda no se puede mantener dentro de límites razonables aunque las tasas de interés sean bajas. Grecia, por ejemplo, es un caso claro en el que ya se ha decidido hacer una quita importante de su deuda por problemas de solvencia. Pero Grecia es la excepción en Europa, así como Argentina en 2002 fue la excepción en América Latina. La mayoría de los casos en las crisis financieras recientes son crisis de liquidez y por ello este artículo va a estar en su mayor parte concentrado en discutir los mecanismos que ayudan a crearla y a destruirla, tras lo cual se enfoca en las consecuencias de una crisis de liquidez y en las políticas que pueden ayudar a prevenirla o paliarla. Esto ocupa los apartados II a IV, después el V presenta unos comentarios sobre el proceso de salida de estas crisis, prestando especial atención a la GR y los tipos de cambio entre moneda de reserva (dólar, euro, yen, etcétera). El texto se cierra con unas breves conclusiones en el apartado VI.

II. CRISIS DE LIQUIDEZ: CAUSAS

La pregunta que salta a los labios cuando se leen los párrafos anteriores es: ¿cómo y por qué se llega a situaciones en las que se da lugar a una crisis de liquidez? ¿Acaso una regulación más rígida podría evitar que los deudores, especialmente los bancos, tomen deudas que exigen *refinanciación*?

1. En los orígenes... el dinero fiduciario

Para empezar a responder a esa pregunta vale la pena pensar sobre un tema que podría parecer muy diferente y alejado, a saber, ¿cuál es el rol del dinero, en particular el dinero *fiduciario*, es decir, los billetes y monedas que circulan diariamente en la mayoría de las economías? Un billete de 100 euros, por ejemplo, es, formalmente, una deuda del Banco Central Europeo (BCE), dado que se contabiliza en el pasivo del balance de ese banco central. Nótese que es una deuda muy particular, porque nadie puede ir al BCE para pedir que se la paguen (en dólares americanos, por ejemplo). Es, por lo tanto, una deuda que no se paga. El papel en el que se imprime el billete vale mucho menos que 100 euros. Es decir que el BCE hace una ganancia pingüe emitiendo billetes de 100 euros. Pero lo más interesante es que para que el BCE tenga esa ganancia es necesario que el resto del mundo, en particular los usuarios de ese tipo de dinero, estén dispuestos a incurrir en una pérdida equivalente a la ganancia del BCE. ¿Por qué lo hacen? Porque el agente que tiene un billete de 100 euros espera poder pasárselo a otro agente y así resarcir su pérdida. Esta situación puede continuar indefinidamente y así es en la mayoría de las economías, excepto en aquellas en las que se decide cambiar la unidad monetaria (como en el caso de la zona euro) o el banco central emite billetes a tasas exorbitantes generando hiperinflación. Aun en este último caso hay evidencia de que la moneda fiduciaria ha seguido circulando (durante la hiperinflación húngara, en las postrimerías de la Segunda Guerra Mundial, por ejemplo, la inflación mensual llegó a exceder un cuatrillón por 100 por mes), aunque, como regla general, se la ha reemplazado eventualmente por otra.

Lo que surge de las observaciones anteriores es que incluso obligaciones que nunca se van a pagar y que no tienen valor por sí mismas (contrariamente al caso de una barra de oro que podría ser utilizada para fines prácticos o decorativos) pueden llegar a tener un alto valor de mercado, sólo porque se espera que otros agentes las acepten como formas de pago. Pero, si esto puede ocurrir con el dinero fiduciario, ¿no es de esperar acaso que el sector privado se las ingenie para crear su propio dinero fiduciario o algo por el estilo? Hay formas groseras de realizar ese proyecto, como es el caso de billetes falsificados, pero, como discuto más abajo, hay formas perfectamente legales y en permanente evolución dentro del sistema financiero que tienen características bastante similares y dan lugar a las crisis de liquidez.

2. El rol del sector privado en la creación de liquidez

No hay que ir muy lejos para confirmar que el sector privado ha estado creando su propio dinero por muchos

años. ¿Qué son, si no, los depósitos bancarios a la vista? Muchos de estos depósitos no pagan interés y se utilizan como formas de pago (a través del cheque, por ejemplo). Si la economía está suficientemente bancarizada los cheques se vuelven a depositar, lo que significa que no salen del sistema bancario. Esos depósitos a la vista son, por lo tanto, muy parecidos al dinero fiduciario, que pueden ser producidos por firmas del sector privado si el banco central las autoriza a operar como bancos. Supongamos, para simplificar, que hay sólo un banco y concentrémonos en el supuesto en el que los depositantes no necesitan utilizar billetes o monedas como medios de pago —en otras palabras, están perfectamente satisfechos haciendo sus transacciones a través de cheques bancarios—. Bajo esas condiciones el banco se va a dar cuenta enseguida de que puede prestar el dinero depositado, dado que los depositantes no van a querer retirar sus depósitos, lo que le generará ganancias, posiblemente abultadas. Es fácil ver que en ese caso el banco va a dar préstamos incluso cuando el rendimiento sea insignificante en el margen. Pero es más realista considerar el caso en el que el banco central requiere que un porcentaje de los depósitos permanezca dentro de la caja del banco sin ser prestado (usualmente llamado *encaje legal*). Si el porcentaje es del 10 por 100, por ejemplo, el banco podrá prestar diez veces el monto del dinero fiduciario que tiene en su caja. Es decir, que los depósitos bancarios podrían llegar a ser diez veces más grandes que el dinero fiduciario.

Un posible problema es que, como regla general, los depositantes pueden exigir que le devuelvan los depósitos en forma de dinero fiduciario. Es decir, que si el banco mantiene sólo el 10 por 100 de los depósitos en forma de dinero fiduciario, no estaría en condiciones de cumplir con esa obligación si los depositantes quieren que se les devuelva una suma mayor que ese porcentaje. Otra manera de expresar el posible problema del banco privado es que, como regla general, los depósitos tienen un tipo de cambio fijo con respecto al dinero fiduciario —y el banco privado no tiene autorización de imprimir dinero fiduciario!—. Esto da lugar a la posibilidad de lo que se llama una «corrida bancaria», en la que la mayoría de los depositantes corren a retirar sus depósitos de los bancos privados. Si el banco central no hace nada, el sistema bancario entra en bancarrota. Esto es un problema serio, pero tanto o más serio es que, en términos del ejemplo en el que los depósitos llegan a ser diez veces más grandes que el *stock* de dinero fiduciario, la cantidad de dinero en poder del público se contrae en un 90 por 100. Esto significa una fortísima contracción de la liquidez, que probablemente va a resultar en una caída fenomenal del nivel de precios, una deflación que quizá va a ser mayor que la observada durante la Gran Depresión de los años treinta. Esa lección ha sido aprendida y, en consecuencia, los bancos centrales actúan típicamente como «prestamistas de última instancia» y tratan de evitar las corridas banca-

rias redescantando los préstamos bancarios (lo que se llama en inglés *quantitative easing*, QE) o, en otras palabras, inyectando dinero fiduciario en el activo de los bancos a través de préstamos que utilizan los activos bancarios (típicamente préstamos al sector público o privado) como colateral.

En efecto, una motivación importante para la creación de bancos centrales ha sido evitar corridas bancarias u otros fenómenos que resultaran en una fuerte deflación de precios. ¿Tomarían los bancos privados el riesgo de bancarrota si no tuvieran a un banco central como prestamista de última instancia? La evidencia histórica permite dar una respuesta afirmativa a esta pregunta. La razón económica es clara. Si un banco puede producir depósitos que, como regla general, los depositantes prefieren mantener en el banco, ¿por qué no prestar ese dinero? Una razón de por qué los depositantes prefieren mantener su liquidez en los bancos es que es más seguro que mantenerlo en sus casas y, si la bancarización está suficientemente generalizada, pueden utilizar el cheque de la misma manera que utilizan el dinero fiduciario. En una situación de gran estabilidad, como fue el período que se llamó de la Gran Moderación, los depositantes no sienten la necesidad de correr contra los bancos y, por lo tanto, el sistema podría operar sin un prestamista de última instancia.

Para sintetizar el relato hasta este punto, lo que he estado argumentando es que hay una fuerte evidencia de que el sector privado ha sido capaz de producir activos líquidos que sustituyen al dinero fiduciario y que en ese proceso podría llegar a generar pingües ganancias. Los incentivos están allí para crear situaciones en las que se genera un descalce de liquidez y que, si de repente surgen dudas sobre la estabilidad del sistema, una corrida bancaria (o de otros sistemas financieros con características similares) es un resultado posible. Lo importante a tener en cuenta es que el sector financiero tiene fuertes incentivos para «producir liquidez» pero a costa de posibles corridas. No es un fenómeno nuevo, dado que los bancos han existido por un largo tiempo y las corridas bancarias son un fenómeno que ha aflorado repetidas veces.

3. El euro como generador de liquidez de las deudas europeas

Lo que estamos viendo en estos días es un resultado de desarrollos financieros que, en el fondo, no son muy diferentes a los que hemos estado discutiendo más arriba. Tomemos como ejemplo la creación del euro. Antes de ese momento histórico, los bancos españoles, digamos, emitían depósitos en pesetas, una moneda sin reconocimiento internacional. Al día siguiente de la creación del euro, esos depósitos adquirieron un prestigio y reconocimiento mundial que ha ido creciendo

fuertemente hasta la GR (medido, por ejemplo, por la tasa de cambio USD/EUR), aparte del hecho de que esos depósitos estuvieron y siguen estando protegidos por el BCE.

Naturalmente, los bancos y otras instituciones financieras —como las cajas españolas, por ejemplo— se encontraron con mayores posibilidades de apalancarse en el resto del mundo, lo que en principio aumentó el potencial descalce de liquidez, un fenómeno que se hizo efectivo a través del hecho de que (las cajas en particular) financiaron proyectos inmobiliarios. Muchos observadores notaron con alarma que este tipo de intermediación estaba llevando a un aumento muy fuerte del precio de los bienes raíz, pero desde un punto de vista estrictamente bancario ese riesgo no se veía con claridad, pues el *boom* inmobiliario aumentaba el colateral de los préstamos bancarios dirigidos a ese sector, lo que garantizaba que los bancos iban a poder recuperar su dinero en caso de falencia por parte del prestatario. Vale la pena notar que el crecimiento del sistema financiero español no se debió al endeudamiento del sector público, que mantuvo un perfil extremadamente conservador. En 2006, la deuda pública española representaba alrededor del 30 por 100 de su producto, una de las más bajas de las economías avanzadas. Éste es un fenómeno que vale la pena enfatizar porque demuestra que las crisis financieras no son necesariamente un producto de déficits fiscales evidentes. Así, otras dos economías que sufrieron una crisis muy profunda, Irlanda e Islandia, tenían en 2003 una deuda pública como proporción del producto incluso menor que la española: 12 y 8 por 100, respectivamente.

4. Exceso de liquidez: mecanismos y síntomas

Estas observaciones sugieren que existen incentivos para la creación de liquidez que, en caso de fallos, producen una contracción de la liquidez. Pero, además, que esos incentivos pueden aumentar fuertemente en respuesta a la creación de instrumentos financieros, como fue el caso de la creación del euro. Ese fenómeno ya se había observado repetidas veces en los emergentes. Por ejemplo, una ola importante de capitales tuvo lugar durante el período de «reciclaje de petrodólares» en los años setenta y, más adelante, después del plan Brady que puso fin, a principios de los noventa, a la llamada «década perdida» de los países sobreendeudados por el episodio de los años setenta. Esto sugiere que hay que prestar especial atención a episodios donde hay una redirección importante de los flujos de capitales. Las autoridades de aquellas economías o sectores que se benefician de una nueva ola de capitales tienden a interpretar el hecho como una reacción a sus «buenas políticas» y, en lugar de contrarrestar estos flujos o, al menos estudiar su estabilidad, los alientan —lo que le da al sector privado la señal de que las autoridades van a salir en

su defensa si las cosas salen mal—. A partir de cierto punto, las autoridades mismas terminan entrampadas. Aunque finalmente se den cuenta de que los flujos son excesivos y que es hora de desacelerarlos, hacerlo significa originar un *shock* con consecuencias negativas y que el público no va a entender. ¿Por qué parar la rueda de la fortuna cuando las cosas andan tan bien?

La liquidez de los activos facilita las transacciones comerciales, el crédito y el crecimiento. Sin liquidez sería muy difícil lograr que el ahorrista le confíe sus fondos al inversor, dado que debería estar dispuesto a esperar hasta que los proyectos de inversión rindiesen lo suficiente para pagar la deuda sin tener que refinanciarla. En ese caso límite el ahorrista estaría muy cerca de ser el inversor, una situación muy distinta de la que experimentan las economías modernas en las que, por ejemplo, los fondos de pensión invierten en activos financieros sin que los trabajadores tengan la menor idea del destino final. En muchos países los bancos continúan jugando un papel central en la canalización de los ahorros. Gran parte del fondeo de un banco toma la forma de depósitos. El depositante, como regla general, toma esos depósitos como altamente líquidos aunque el banco los haya canalizado hacia inversiones de mediano o largo plazo. Esto lo induce a mantenerlos en el banco y hacer que inversiones productivas se lleven a cabo. Como veíamos más arriba, hay riesgos de corridas bancarias, pero esos riesgos hay que sopesarlos contra los beneficios productivos de un mayor acceso crediticio. Eso explica por qué las autoridades toleran la existencia de activos líquidos sujetos a corridas y, en algunos casos, salen como garantes para evitarlas (a través, por ejemplo, del establecimiento de un *prestamista de última instancia*). El reto para las autoridades es darse cuenta a tiempo de la existencia de activos líquidos que podrían estar sujetos a corridas y para los cuales no hay un prestamista de última instancia más o menos automático, dado que, como mostraré en la sección siguiente, su ruptura puede traer serias consecuencias en el canal del crédito y, a través suyo, causar estragos en la producción y el empleo.

5. Una lección sobre las áreas monetarias óptimas

Quisiera cerrar este apartado con otro comentario sobre el euro y, más en general, el tema de las áreas monetarias óptimas. La teoría convencional pone especial énfasis en indicar que no es recomendable crear un área monetaria entre países que tienen ciclos económicos muy diferentes. Lo ideal es que todos los miembros de un área monetaria tengan un ciclo en común, es decir, que vayan de la mano a lo largo de *booms* y recesiones. Un área monetaria tiene un banco central único que, típicamente, tiene como objetivo suavizar lo más posible los vaivenes del ciclo económico. Si hubiese economías muy diferentes en el área, el banco debería tener que

decidir a qué parte favorecer, o adoptar una política que tome en cuenta el promedio en la región, lo que corre el riesgo de ser contraproducente para la mayoría de sus miembros. Es interesante notar, sin embargo, que el tema de que la creación del euro podría ayudar a exacerbar fragilidades financieras, como las que he analizado más arriba, fue prácticamente ignorado en el debate que precedió a la creación del euro. El hecho de que tras establecer la zona, países miembros como España e Italia recibieran fuertes flujos de fondos fue, además, tomado como una buena noticia. La eliminación del riesgo cambiario dentro del área, acompañada por el Tratado de Maastricht, se tomó como garantía de que los nuevos flujos de capitales iban a generar una mejor adjudicación de recursos, no una mayor fragilidad financiera. Prueba de que estos temas no fueron centrales ni antes ni después de la adopción del euro es que ahora se están tomando en serio temas de regulación financiera.

La ceguera frente a temas financieros revela un defecto serio de la discusión que precedió a la adopción del euro y, podría argumentarse, es responsable de que la crisis actual en Europa haya llegado a niveles tan profundos. Pero también es justo decir que la ceguera ha sido, en cierta medida, provocada por el hecho de que los temas financieros fueron ignorados por gran parte de la literatura macroeconómica, e incluso por la mayoría de los artículos dedicados a la política monetaria. Hubo, sin duda, importantes contribuciones, como las de Hyman Minsky, que llamaron la atención sobre la inestabilidad del sistema financiero y el riesgo constante de crisis de ese estilo, pero creo que es justo decir que estos trabajos no hicieron mella en la teoría dominante (2). El tema de la liquidez es, por lo tanto, una asignatura pendiente de la macroeconomía que, afortunadamente, ya ha empezado a ser parte activa de la investigación académica (3).

III. CRISIS DE LIQUIDEZ: IMPACTO EN LA ECONOMÍA REAL

Si la creación y destrucción de liquidez fuese un juego entre ricos especuladores, el tema que estoy discutiendo tendría interés para un director de cine, pero no mucho más que eso. Lamentablemente, la creación y destrucción de liquidez por parte del sector privado tiene efectos sobre el precio de los activos y el crédito. En este apartado argumentaré que un aumento de la liquidez puede aumentar el crédito a ciertos sectores, como fue el caso del sector inmobiliario antes de la crisis reciente. Pero, dado que la liquidez se puede perder muy rápidamente, existe siempre el riesgo —que se hace evidente en las crisis financieras— de que el proceso se revierta y contribuya a desplomar los flujos crediticios. Esto último se traduce en una pérdida de producto y empleo que, como ilustran las crisis recientes, puede ser significativa.

1. El precio de un activo aumenta con su liquidez

El precio de mercado de un activo puede pensarse como la suma de factores que tienen que ver con el activo mismo, por ejemplo, su productividad más su liquidez de mercado. Este último factor no depende de la productividad del activo sino, como hemos visto más arriba, con cuán aceptable es el activo como medio de pago. Por ejemplo, durante mucho tiempo las hipotecas eran préstamos que daban los bancos a sus clientes y la operación quedaba asentada en el activo del banco en cuestión. Como regla general, el banco no endosaba el contrato de hipoteca en el mercado. Tal vez lo podía hacer de manera muy individual, pero no había un mercado en el que esa operación se pudiera llevar a cabo, donde el precio de la deuda hipotecaria fuera listado en las planillas de algún mercado de valores. Eso cambió de manera fundamental cuando se creó un mercado de bonos cuyo retorno depende del rendimiento de un conjunto de hipotecas diferentes. Cada uno de estos bonos es un paquete de hipotecas cuyo rendimiento puede variar por razones idiosincráticas que afectan a cada uno de los deudores hipotecarios. Sin embargo, si los *shocks* son fundamentalmente idiosincráticos y no están muy correlacionados entre sí, estos bonos se transforman en activos cuyo rendimiento es altamente predecible (por la *ley de los grandes números*). Su incertidumbre tiende a desaparecer y, por lo tanto, se transforman en bonos más valiosos. Su baja incertidumbre, además, los hace sustitutos cercanos del dinero fiduciario (especialmente si los pagos de las hipotecas están denominados en la misma unidad monetaria). Por lo tanto, los bonos adquieren liquidez. Su mayor liquidez, a su vez, aumenta el flujo de fondos hacia el sector inmobiliario y tiende a aumentar el precio (relativo) de los bienes inmuebles. De esta manera se hace evidente cómo una innovación financiera puede contribuir a aumentar el precio de ciertos activos que parecen, en principio, estar aislados de los vaivenes e innovaciones del sector financiero. En mi opinión, la creación de esos instrumentos financieros, que en inglés se denominan *mortgage-backed securities* (MBS), ha sido un factor fundamental en la creación de la burbuja inmobiliaria de los últimos tiempos. No creo que necesariamente allí esté toda la explicación porque hay otros factores que contribuyen a agrandar la burbuja tras su creación. Uno de ellos es el «multiplicador» del colateral al que me referiré más adelante; pero, además, como ya he mencionado, las autoridades gubernamentales tienden a agrandar la burbuja por un optimismo desmedido. La creación de MBS fue sólo un primer paso en el desarrollo de un menú muy variado de estos activos. La situación llegó a tal punto que su complejidad hizo prácticamente imposible calcular su valor de mercado. Una característica en común de estos activos, también llamados *derivados*, es que hicieron comerciables —y por lo tanto más líquidos— una serie de instrumentos financieros que, con anterioridad, quedaban en los cajones de los prestamistas originales y carecían de liquidez.

La liquidez se puede crear de muchas maneras pero, como vimos en el ejemplo anterior, cuando la crea el sector privado puede cambiar *precios relativos*. Si la crea el banco central aumentando la cantidad de billetes y monedas, por ejemplo, los precios relativos podrían quedar intactos: cambiarían sólo los precios *absolutos*, es decir, los precios en términos de la unidad monetaria. Eso significa que la creación de liquidez por el sector privado tiene la capacidad de cambiar la *riqueza real*, mientras que aquella que es el resultado de la máquina de imprimir billetes y monedas del banco central podría no tener efectos de ese estilo (cambiaría la *riqueza nominal* pero no necesariamente la *real*). Esta observación tan simple tiene implicaciones importantes para el impacto de la liquidez sobre el canal de *crédito*, un tema al que me voy a abocar en lo que sigue.

2. Una mayor liquidez aumenta los flujos crediticios

Como he argumentado al discutir el tema de las MBS, el desarrollo de estos instrumentos financieros baja los costes de financiar hipotecas y, por lo tanto, aumenta el crédito dirigido hacia el sector inmobiliario, una de cuyas consecuencias probables es un aumento de los precios en ese sector. Éste es un impacto que podríamos llamar *directo*. Pero la historia no termina ahí. El canal de crédito depende de la existencia de *colateral*, es decir, activos que se ponen como garantía en caso de que el prestatario no pueda o no quiera cumplir con las condiciones del contrato de crédito. Cuanto mayor es el valor del colateral, mayor es el *stock* de crédito que se puede sustentar. De manera que el aumento del precio de la propiedad raíz, por ejemplo, aumenta la capacidad del propietario de pedir prestado. Esto, a su vez, genera más colateral y el proceso se repite. Como regla general, converge, pero un aumento del colateral en una unidad podría multiplicar el crédito en muchas más unidades, porque el aumento inicial aumenta el precio del colateral y éste a su vez permite un aumento adicional del crédito, etc. Esto da lugar a un proceso «multiplicador» como el keynesiano, excepto que aquí está involucrado el crédito, en lugar del producto como en el modelo de Kahn utilizado en *La teoría general*.

Por lo tanto, el aumento del valor del colateral, resultado de una mayor liquidez, puede generar un fuerte aumento del flujo de capitales hacia una región o sector económico. Así se podría explicar, por ejemplo, el fuerte flujo de capitales hacia los emergentes que ocurre en la primera parte de los años noventa. Estos procesos parecen milagrosos porque salen «de la nada». El multiplicador del colateral los hace «algo» y ese «algo» se puede hacer muy grande, al menos en ciertos subsectores (4). Un razonamiento similar se puede aplicar también para explicar el aumento en el valor de las propiedades antes de la GR. Se puede argumentar que la

creación de MBS subió el precio de las casas, lo que permitió a sus propietarios conseguir más crédito para comprarse, digamos, una segunda casa, poniendo más presión sobre el precio de las casas, etc. Nótese que, en principio, no hay nada malo con ese proceso expansivo porque podría ser el caso que, inicialmente, la producción de casas estuviese muy limitada por falta de suficientes garantías crediticias. El aumento del colateral aumenta las garantías y podría hacer posible una mejor adjudicación de recursos.

3. Pero la destrucción de liquidez tiene efectos negativos sobre el producto y el empleo

Sin embargo, el problema con un proceso expansivo basado en un aumento de la liquidez privada es que la liquidez se puede destruir muy fácilmente. Ya lo vimos en el ejemplo de la corrida bancaria. En el caso de las MBS el mismo fenómeno ocurriría si de repente nadie, digamos, está dispuesto a aceptar el bono como forma de pago. El precio del bono debería caer hasta que, libre de costes de transacción, el rendimiento puro del bono (sin tomar en cuenta su liquidez, dado que ya se habría perdido) se vuelva competitivo. Esto puede significar una caída muy fuerte de su precio de mercado y el proceso virtuoso al que me refería más arriba se revierte. Para que esto haga daño a la economía real no es necesario que caiga el *stock* de crédito. Una fuerte caída del *flujo* de crédito es suficiente, un fenómeno que ha recibido el nombre de *sudden stop* en inglés (5). La razón es que el gasto de un agente económico está limitado por su ingreso (incluida liquidación de activos) más el *flujo* de crédito. Por lo tanto, una caída fuerte del flujo puede generar una contracción también fuerte del gasto de ese agente. Si el fenómeno es generalizado, la contracción del crédito puede resultar en una fuerte caída de la *demanda agregada*, el tipo de *shock* asociado con la Gran Depresión y la crisis actual.

En resumen, una destrucción de liquidez puede ocurrir de la noche a la mañana. Cuando ocurre pone presión a la baja en todos aquellos emprendimientos que se beneficiaron por su creación, lo que resulta en una pérdida global de riqueza y una caída del valor del colateral. Esto último pone en movimiento un proceso multiplicador por el que cae el precio de otros activos y reduce aún más el valor del colateral. Todo esto reduce el *flujo crediticio*, lo que impacta directamente al sector *real* de la economía (es decir, producción y empleo).

IV. CRISIS DE LIQUIDEZ: POLÍTICAS PARA PREVENIR Y PALIAR SUS EFECTOS

El objetivo de este apartado es discutir temas de política económica en general, sin entrar en la infinidad de detalles a los que hay que prestar atención en la práctica. Una justificación es que si bien los detalles son

importantes, enredarse en ellos antes de ver el «bosque» puede resultar en la aplicación de medidas contraproducentes. Hay que recordar el hecho de que la macroeconomía tradicional ha ignorado los temas de liquidez a los que me he referido en este trabajo. Por lo tanto, la «sabiduría» que emerge de los modelos tradicionales podría muy bien ser contraproducente.

1. El enfoque debe ser holístico

Un ejemplo es la visión de que el sector financiero se autorregula y lo mejor es dejarlo operar libremente. Ésa fue, sin duda, la visión de la Reserva Federal bajo Greenspan y la que inspiró varios planes de estabilización en el Cono Sur (de América Latina) en los años setenta. Esta visión no es descabellada si uno se abstiene de los problemas de liquidez que hemos venido discutiendo (6). Pero la experiencia en los emergentes y en la GR indica todo lo contrario. El problema central, sin embargo, es «cuándo y cómo» intervenir para desacelerar un proceso llevado por una ola de mayor liquidez en el mercado financiero. Como ya he argumentado, cortar la liquidez de raíz puede interferir seriamente con el sistema productivo. Los ahorros pueden quedar encerrados en compartimentos estanco que impidan que transiten hacia sectores más dinámicos y eficientes. Una situación de ese estilo sería particularmente dañina para los países en desarrollo y emergentes, pues se corre el riesgo de que los fondos prestables continúen dirigiéndose hacia las economías avanzadas (el proceso que se dio en llamar «desbalances globales»), no se saque provecho de la productividad en los países más pobres y se fomente aún más la emigración hacia los avanzados.

Determinar hasta dónde liberalizar el sistema financiero requiere tener una buena idea de los costes asociados con una crisis de liquidez, o cuáles son las herramientas de las que se dispone para paliar ese tipo de crisis, lo que implica que hay que pensar estos temas de manera holística. Ésta es la lección más importante. Por ejemplo, soluciones que son buenas en economías donde el derecho a la propiedad está bien reglamentado y asegurado pueden ser contraproducentes en aquellas otras en las que no hay ni siquiera una legislación de bancarrota (como fue el caso del Sudeste Asiático durante la crisis de 1997). Sin un buen sistema de bancarrota, los problemas que se generan durante una crisis financiera pueden ser muy profundos y duraderos comparados con una situación donde la bancarrota tiene una rápida y fácil resolución. Eso significa que las economías que no poseen un buen sistema legal para solucionar los conflictos que se generan durante una crisis financiera deben ser muy cautelosas en la liberalización de sus sistemas financieros.

Europa ayuda a ilustrar estos temas. Los problemas que se están afrontando en Europa en este momento

tienen mucho que ver con la falta de coordinación regulatoria y fiscal dentro de la zona. Los problemas de Grecia, en un federalismo estilo Estados Unidos, ya habrían sido resueltos hace mucho tiempo. Además, en un contexto americano, Italia hubiese conseguido un apoyo mucho más fuerte y oportuno por parte del BCE o, en su defecto, habría sido «intervenida» para sanear sus finanzas. Por lo tanto, dado que la zona euro está aún lejos del modelo americano, es probable que su sistema financiero, en todas sus manifestaciones, deba estar más regulado que el de una economía como la estadounidense.

2. Medidas macroprudenciales

Los bancos juegan un papel central en las crisis financieras. Últimamente, los bancos se han venido fondeando cada vez menos a través de depósitos y, en su lugar, han acudido a líneas de crédito con otros bancos o a la emisión de sus propios bonos. En las crisis los depósitos han demostrado ser mucho más estables que las otras formas de financiación (llamadas «mayorista» o *wholesale* en inglés) (7). Esto sugiere que las nuevas regulaciones deberían empezar por enfocarse en el pasivo de los bancos y otras instituciones financieras importantes. Debido a que este tipo de regulaciones toman en consideración los impactos macro de las crisis, se las ha venido llamando *macroprudenciales*.

La volatilidad de la financiación mayorista es particularmente peligrosa cuando el fondeo se denomina en moneda extranjera. Esto ha sido una característica dominante en los emergentes, aunque no deja de ser importante en Europa. Ésa es la razón por la cual, por ejemplo, la Reserva Federal ha implementado un canje de monedas (*currency swap* en inglés) importante con el BCE durante la crisis de Lehman Brothers, y otra vez más recientemente con el recrudescimiento de la crisis en la zona euro. Esto sugiere también que las regulaciones sobre la exposición del sistema financiero a este tipo de fondeo deben tomar en cuenta las líneas potenciales de liquidez de emergencia (como el canje de monedas de la Fed) que están disponibles. El Fondo Monetario, por ejemplo, ha puesto líneas de emergencia a disposición de sus miembros mejor calificados y a las que se puede acceder de manera automática sin necesidad de consultar con el Directorio del Fondo (una de ellas es llamada en inglés *flexible credit line*). Otra vez, estas líneas permiten relajar las restricciones sobre el fondeo bancario e, idealmente, facilitar un flujo de capitales más eficiente y sostenible.

3. Medidas paliativas

Ocurre a veces y se observa en el caso europeo en la actualidad que, enfrentadas con una crisis financie-

ra, las autoridades implementan medidas que hubieran sido adecuadas para prevenir la crisis, pero que son contraproducentes cuando la crisis ya está en curso. Así vemos en Europa que se ha puesto de moda proponer que los bancos se recapitalicen rápidamente. Esto, desde ya, no aumenta la liquidez de los activos en el corto plazo y tiende a reducir aún más el crédito, lo que empeora la cartera bancaria, provocando otra ola de cortes de crédito, como mencioné más arriba. No sólo esto no es parte de la solución sino que hace la situación más desesperada.

Los emergentes ofrecen un muestrario interesante de medidas que puede ayudar a reducir el coste de la crisis. Una medida que Brasil ha liderado en 2002 y repetido durante la crisis de Lehman Brothers es utilizar las reservas internacionales para extender crédito a ciertos sectores que atenúen la caída del ingreso. Brasil así lo hizo con el sector exportador, empleando como intermediarios a los bancos comerciales. Es un ejemplo de *crédito dirigido*, una medida que no es aconsejable bajo condiciones normales en las que los mercados financieros operan con regularidad. Pero ése no era el caso durante la crisis, donde existía el peligro, además, de que la economía convergiera a un «mal equilibrio» (8). Por ejemplo, en el caso de Brasil existía la posibilidad de que si el banco central ponía las divisas a disposición del mercado, éstas se iban a utilizar para financiar una «huida de capitales», en lugar de proveer recursos para un sector productor de divisas —que era un factor escaso durante esa crisis—. La lección que surge de estas experiencias es que el gobierno tiene que tener un arsenal de medidas de emergencia a su disposición, muchas de las cuales son heterodoxas. Cuando el mercado de capitales funciona mal, no hay razón para seguir recetas ortodoxas. Estas últimas son altamente deseables en períodos de normalidad, pero, como lo ilustra el tema de la recapitalización de los bancos europeos, pueden empeorar la situación. Además, el arsenal de medidas de emergencia debe poder ponerse en funcionamiento de forma rápida y eficiente, ya que enviar la ambulancia un día después del accidente sirve para muy poco.

Lamentablemente, no hay soluciones que sean adecuadas para todos los casos. Si el sector privado anticipa que el gobierno le va a arrojar un salvavidas en caso de crisis, es probable que tome mayores riesgos, lo que es un ejemplo de lo que se llama «riesgo moral». Por ello, estos operativos de salvamento no deben ser gratis, sobre todo cuando hubo tiempo para anticipar la crisis. Más bien, en la medida de lo posible, deben ser altamente costosos para sus beneficiarios (sin llevarlos a la bancarrota, por supuesto). Ésta es la estrategia que Bagehot aconsejaba a los bancos centrales en el siglo XIX (9).

Una pregunta central es hasta dónde debe llegar el salvamento. ¿Debe suspenderse cuando se asegure que

el sistema bancario queda en pie, o hay que ir más allá y hacerle también un salvamento al sector productivo que se quedó sin acceso al crédito? Hay una tendencia a que los bancos centrales no vayan mucho más allá de sus bancos. Sólo pasan esa barrera cuando el sector real está al borde del colapso. Pero, contrariamente a como opera un prestamista de última instancia, lo hacen «a desgano», cuando ya las cosas han pasado a mayores. Así, la Fed traspasó esos límites comprando «papel comercial» y «activos tóxicos» (no todos ellos en manos de los bancos, que son su responsabilidad defender) cuando la crisis de Lehman Brothers amenazó con generar otra Gran Depresión. Creo que la línea demarcadora es un tema que no se puede decidir sin tomar en cuenta las condiciones de cada caso. Los riesgos de ir más allá de los bancos es clara: el banco central puede terminar haciéndose cargo de una gran parte del país. Eso se vio en Argentina en la crisis de los años ochenta. Sospecho que esto es tal vez más probable cuanto más débil es el poder judicial, porque las autoridades se dan cuenta de que, de no hacer el salvamento, el proceso judicial puede ser muy lento e interferir seriamente con el sector productivo. Esta observación es pertinente para la Europa actual. Europa tiene poderes judiciales bien establecidos *para cada Estado*. Pero no son necesariamente efectivos cuando los problemas son transnacionales. No sorprende, por lo tanto, que los bancos grandes que entraron en bancarrota en la zona euro fueran todos nacionalizados. El caso más prominente es el de Irlanda, en el que el Estado se hizo cargo de gran parte de las deudas bancarias del sector privado, lo que contribuyó a que la deuda pública subiese del 12 por 100 del producto en 2006 al 99 por 100 en 2011.

Aparte del tema de la línea demarcadora, está el tema de elegir cuáles han de ser las firmas que se van a proteger de un *sudden stop* crediticio. Típicamente, cuando una zona o sector experimenta un *sudden stop*, las firmas que sufren más el golpe son las pequeñas que no tienen acceso al mercado internacional de capitales. Este fenómeno ha sido observado repetidamente en los emergentes. En la crisis de Lehman Brothers, por ejemplo, Brasil experimentó un severo *sudden stop* en el que las firmas grandes, incluidas firmas gubernamentales, perdieron acceso al mercado de crédito *internacional*. Esto las llevó a buscar crédito dentro de Brasil. Dada su reputación, los bancos brasileños prefirieron prestarles a ellas y dejar de hacerlo a las pequeñas, produciendo lo que se llama en inglés un *crowding out* de las pequeñas. Estas últimas dependen del crédito bancario *local* para su capital de trabajo y, en particular, para pagar la nómina. Por lo tanto, un corte abrupto del crédito lleva a las firmas pequeñas a despedir a parte del personal, lo que puede resultar en un aumento fuerte del desempleo. Brasil pudo paliar la situación expandiendo el crédito de su banco público BNDES, pero hay otros ejemplos en que el *crowding out* ha tenido un impacto más serio sobre el sector privado. Por ejemplo, en la crisis del

Tequila en 1995, se sospecha que ese tipo de fenómeno llevó a que la tasa de desempleo en Argentina se elevara del 13 a más del 20 por 100, casi instantáneamente.

V. EL ARDUO CAMINO DE LA RECUPERACIÓN

La GR es mucho más compleja que las crisis de los emergentes, porque estas últimas ocurrieron en un escenario en el que las economías avanzadas transitaban por un período que se dio en llamar la Gran Moderación, acompañada por una China que crecía con fuerza arrolladora. Hoy la situación es muy diferente porque las economías avanzadas se han desacelerado fuertemente, Europa está a punto de caer en una segunda recesión, y China, junto con los emergentes, no es claro que se puedan «desacoplar» fácilmente de las economías avanzadas. Además, la Fed y el Tesoro de Estados Unidos se están quedando sin municiones. La deuda pública registrada se ha duplicado, las tasas de interés están bordeando el límite del cero y a la Reserva Federal se le hace muy difícil solucionar los cuellos de botella crediticios que sufren las empresas pequeñas y las familias (esto último por la fuerte caída del sector inmobiliario). Las firmas grandes en Estados Unidos no tienen problemas de liquidez pero son renuentes a aumentar sus préstamos. Más bien, parecen más interesadas en recomprar sus bonos y acciones. Las exportaciones tanto de Europa como de Estados Unidos están en niveles anteriores a la crisis y no han sido un factor importante de recuperación, a diferencia de los emergentes donde, luego de sus *sudden stops*, las exportaciones crecieron en más del 20 por 100 desde el principio hasta el final de su ciclo recesivo (10).

El panorama europeo puede empeorar si se sigue insistiendo en un mayor ajuste fiscal, cuando en este momento la solución va más por una *refinanciación* del sur por el norte de Europa a tasas bajas. El BCE está haciendo un buen trabajo en esa dirección pero no puede ir muy lejos si no tiene el apoyo del flanco fiscal, al menos para asegurarse de que el BCE no cargue con todos los riesgos de insolvencia. Eso requiere una revisión de la Constitución europea, un tema importantísimo pero que no tiene cabida en este ensayo.

1. Recuperación sin empleo

Además, hay otros obstáculos de orden económico en el camino que pueden llegar a tener una alta relevancia política. En particular, está el tema de la «recuperación sin empleo» o, como se dice en inglés, *jobless recovery*. Creo que este problema no va a solucionarse fácilmente por dos razones fundamentales que voy a discutir en el contexto de Estados Unidos.

En primer lugar, la burbuja inmobiliaria indujo una expansión significativa del sector de la construcción. Éste

es un sector intensivo en trabajo. Excepto que el gobierno lleve adelante grandes planes de infraestructura, la ruptura de la burbuja inmobiliaria va a implicar una readjudicación de trabajo hacia sectores que son menos intensivos en ese factor de producción, lo que va a llevar a una caída del salario real de pleno empleo. Pero, como típicamente los salarios son bastante inflexibles a la baja (hasta el momento se han reducido muy poco en promedio), la readjudicación laboral va a dificultar la absorción de la mano de obra desempleada, dando como resultado una recuperación sin empleo. Este fenómeno puede ser muy agudo si las firmas americanas (fuera del sector de la construcción) «tercerizan» o, en inglés, *outsource* la mano de obra y terminan empleando trabajo en el exterior.

Otra razón que puede dar lugar a una recuperación sin empleo —y que está más en línea con los temas discutidos en este artículo— es que, como surge de la discusión anterior, la crisis financiera resulta en una caída dramática en el valor del colateral. No todos los proyectos de inversión requieren el mismo grado o tipo de colateral. Hay inversiones que tienen su propio colateral. Por ejemplo, una compra de un ordenador tiene como parte de su colateral al aparato electrónico mismo. Si se dejan de pagar las cuotas, el vendedor tiene derecho a recuperar el ordenador. Eso no cubre el 100 por 100 del valor del préstamo, pero contribuye a formar parte del colateral. Voy a llamar al colateral que está incorporado en el proyecto de inversión *colateral intrínseco*. Consideremos ahora un proyecto en el que la firma pide un crédito para emplear cien obreros más, justificado por el hecho de que la firma debe iniciar un proceso de selección que lleva tiempo y utiliza personal especializado de alto costo, ya sea de dentro o de fuera de la firma (*head hunters*, para usar la expresión inglesa). Esta inversión no viene con su propio colateral, pues si, digamos, los obreros resultan no ser efectivos para los proyectos de la firma, esta última no puede «devolverlos» al prestamista. Por lo tanto, ese tipo de proyectos va a necesitar de más colateral no involucrado en el proyecto, que voy a denominar *extrínseco*. Una implicación de esto es que los proyectos intensivos en trabajo van a tender a ser más intensivos en el uso de colateral extrínseco. Por lo tanto, es de esperar que luego de una fuerte destrucción de colateral, se tiendan a privilegiar proyectos que sean intensivos en capital, los que probablemente contengan un alto componente de colateral intrínseco —lo que genera una situación de recuperación sin empleo— (11). Ambas explicaciones justifican un tratamiento especial del factor trabajo durante el proceso de recuperación. Por ejemplo, subsidios laborales o garantías crediticias para proyectos intensivos en trabajo.

2. Tipos de cambio

Éste es un tópico que merece un capítulo aparte, pero vale la pena agregar unos breves comentarios dado que

los tipos de cambio son altamente vulnerables a factores de liquidez. Después de todo, la tasa de cambio euro/dólar, por ejemplo, es el precio relativo de dos monedas fiduciarias. Ese precio relativo bajo condiciones normales puede ser afectado por las tasas de interés que fijan los bancos centrales respectivos. Sin embargo, en la situación actual en la que las tasas de interés en las economías avanzadas son bajas porque no se ha superado la crisis, es improbable que sus bancos centrales utilicen ese instrumento para afectar las tasas de cambio. Así, dado que las tasas de interés no van a sufrir grandes modificaciones, la oferta de activos líquidos por parte de los gobiernos de economías avanzadas puede considerarse como compuesta por moneda fiduciaria más bonos de sus Tesoros respectivos. La otra observación importante es que los bancos centrales se han transformado en grandes demandantes de esos activos líquidos debido al gran aumento que ha experimentado el *stock* de reservas internacionales.

Estamos en una situación en la que la política monetaria es improbable que cambie las características de la oferta de activos, que son parte de las reservas internacionales de los países, mientras que los demandantes son ahora instituciones que tienen esos activos por motivos muy diferentes a los del sector privado. El euro, por ejemplo, compite con el dólar como moneda de reserva. Incluso el franco suizo ha adquirido esa característica. Por lo tanto, es posible que los bancos centrales cambien bruscamente la composición de sus monedas de reserva, sin que esta modificación esté determinada por factores *reales* o *fundamentales*, sino por pura especulación. Esto ya lo hemos percibido en la gran apreciación que sufrió el franco suizo y la tendencia a la apreciación del yen en 2011, lo que, en ambos casos, llevó a una fuerte intervención en el mercado cambiario. La intervención, dicho sea de paso, no fue necesariamente provocada por una «guerra de monedas», como lo llamó Guido Mantega, el ministro de Hacienda brasileño, sino por lo que se podría llamar una «estrategia defensiva». Ésta está motivada por el hecho de que los precios y salarios, especialmente estos últimos, no son muy flexibles en el corto plazo; de manera que una apreciación de la moneda, por ejemplo, puede deteriorar la competitividad de las empresas exportadoras de manera significativa. Lo malo es que el deterioro no se debería a factores reales o fundamentales, sino a cambios especulativos en la demanda de los activos de reserva. Estos problemas no eran tan importantes cuando el dólar reinaba en forma suprema y era la moneda de reserva por excelencia, pero la situación ha cambiado mucho debido al aumento del número de monedas que califican como monedas de reserva y a los factores que he mencionado, a saber, 1) tasas de interés bajas en las economías con moneda de reserva y 2) bancos centrales que se han transformado en demandantes importantes de esas monedas.

Esta situación puede exacerbar el fenómeno que ha sido llamado «miedo a flotar» o *fear of floating* (12). Éste no fue un problema serio cuando los que controlaban sus tasas de cambio eran economías cuyas monedas no entraban en el circuito internacional, pero la situación puede tener implicaciones más serias cuando son las monedas de reserva las que exhiben esa característica. Bajo esas condiciones, el sistema financiero mundial va a estar mucho más a merced de factores puramente especulativos y de la política de intervención en el mercado de divisas por parte de los países con monedas de reserva. No es precisamente el tipo de situación recomendable en un proceso de recuperación complicado donde factores políticos contribuyen a hacerlo aún más complejo.

No es éste el lugar para discutir la nueva arquitectura internacional de tasas de cambio, pero las observaciones anteriores me llevan a concluir que no es para nada evidente que la flotación libre sea óptima. A pesar de ello, el G-20, por ejemplo, sigue repitiendo que la flotación libre es altamente deseable, sin ofrecer argumentos de peso para defender esa posición. Tengo la impresión de que el G-20 (especialmente sus asesores) sigue pensando en los intentos de fijación de los emergentes que estuvieron asociados con sus crisis financieras. Ahora la situación ha cambiado, el problema es entre avanzados cuyas monedas están siendo demandadas a nivel internacional, en lugar de ser de uso exclusivamente local, como las de los emergentes. Estas condiciones generan otros problemas y la flotación puede ser la respuesta equivocada. Aquí tenemos otro ejemplo en el que la «sabiduría convencional» puede ser contraproducente, porque no toma en cuenta que ciertos aspectos han cambiado de manera radical.

VI. CONCLUSIONES

El punto central de este artículo es que la crisis financiera que aún no hemos superado y muchas de las que han ocurrido en los emergentes desde los años noventa están asociadas con la creación y destrucción de liquidez. La liquidez es un factor sutil que ha sido ignorado por los macroeconomistas y que todavía no se ha incorporado en la conciencia colectiva. Mucha de la discusión en las páginas financieras de los periódicos se concentra en hechos luctuosos, como los llevados a cabo por Madoff, o puramente políticos, como las desavenencias dentro de la Unión Europea. Éstos, sin duda, son factores importantes, pero lo que este artículo sugiere es que las crisis asociadas con la pérdida de liquidez de ciertos activos no se van a eliminar fácilmente, excepto que se prohíban muchas transacciones crediticias o que el Estado se haga cargo de gran parte del sector productivo. Si estos últimos son los caminos que se toman entonces, evidentemente estaríamos hablando

de una crisis profunda del capitalismo y un camino a un sistema altamente centralizado.

La lección que yo saco de la discusión en este artículo es mucho más positiva con respecto al capitalismo. Creo que la crisis tiene mucho que ver con haber ignorado los peligros y los riesgos que generan fuertes cambios en los flujos de crédito que resultan en repentinos empeoramientos de las cuentas corrientes (del balance de pagos), o en aumentos de ciertos precios clave como el de las propiedades o el de los bienes no transables (fenómeno que se caracteriza como una apreciación *real* de la moneda o caída del *tipo real de cambio*). Esto es así, especialmente, si esos flujos no están basados en cambios tecnológicos claros y conducen a inversiones que son en gran medida rentables por el alza sostenida del precio relativo de esas inversiones (como fue el caso con las inversiones inmobiliarias). No siempre estos fenómenos terminan en crisis, pero la posibilidad de que ocurran llevados en parte por el factor liquidez implica que las autoridades no deben suponer que son sostenibles en el tiempo y, por lo tanto, deben estudiar muy cuidadosamente las vulnerabilidades financieras que acompañan a este tipo de procesos.

No es el objetivo de este artículo brindar un listado de políticas anticíclicas cuando el ciclo está llevado en parte por el factor liquidez, pero no quisiera cerrar el artículo sin expresar mi opinión de que la política macroprudencial tiene grandes oportunidades de reducir la incidencia de estas crisis, al menos en el mediano plazo. Este último calificativo se debe a que creo que el sistema financiero es altamente ingenioso y encuentra maneras alternativas de crear liquidez. Si los bancos están fuertemente regulados, el sistema financiero es probable que encuentre otros caminos. Esto significa que los macroeconomistas y reguladores deberán estar siempre muy atentos cuando se produzcan cambios en los flujos financieros con consecuentes cambios en los precios relativos. En algunos casos podría justificarse tomar medidas «anti mercado», aun en el caso de que estos fenómenos no puedan asociarse con un aumento obvio de las vulnerabilidades financieras.

Estamos entrando en un período donde muchos de estos temas van a ser relevantes. Las economías avanzadas no parecen ser el motor de crecimiento y las emergentes van a tener que finalmente emerger. Esto involucra cambios en la dirección de los flujos financieros que, en principio, son deseables. Pero la comunidad internacional va a tener que estar muy atenta para que no se esté generando un nuevo descalabro. Caminar a los tumbos puede militar contra la cooperación

internacional, la apertura de mercados y una eficiente globalización.

NOTAS

(*) El autor es profesor de Economía y Asuntos Públicos e Internacionales; director del *Program in Economic Policy Management* (PEPM), Universidad de Columbia, Nueva York. Su dirección de internet es: www.columbia.edu/~gc2286. Este artículo ha sido comisionado por la Fundación de las Cajas de Ahorros, Madrid, y ha recibido comentarios muy útiles por parte de Sara Calvo.

(1) GEORGE SOROS ha presentado una propuesta relacionada con estas consideraciones en su nota «How to pull Italy and Spain back from the precipice», publicada en el *Financial Times* el 25 de enero de 2012. Está disponible en: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6649ac8e-4687-11e1-89a8-00144feabdc0.html#axzz1kgHskbVQ/>.

(2) Véase, por ejemplo, HYMAN P. MINSKY (2008), *Stabilising an Unstable Economy*, McGraw Hill, Nueva York. Primera edición publicada por Yale University Press en 1986.

(3) Por ejemplo, F. ALLEN; CARLETTI, E.; KRAHNEN, J. P., y TYRELL M. (2011), *Liquidity and Crises*, Oxford University Press, Oxford.

(4) Episodios de este estilo son ampliamente discutidos en mi libro *Emerging Capital Markets in Turmoil* (2005), MIT Press, Massachusetts.

(5) Para una discusión de este tema, véase el libro citado en la nota anterior.

(6) Aun así, la conclusión es debatible si hay distorsiones «estáticas», un tema que ha sido estudiado en los años setenta pero al cual no me voy a referir en este trabajo. Véase, por ejemplo, R. A. BRECHER, y DÍAZ-ALEJANDRO, C. F. (1977), «Tariffs, Foreign Capital and Immiserizing Growth», *Journal of International Economics*, 7: 317-322.

(7) Una referencia reciente y útil sobre estos temas es el libro de HYUN SONG SHIN (2010), *Risk and Liquidity*, Clarendon Lectures in Finance, Oxford University Press, Oxford.

(8) Nota técnica: la fragilidad financiera puede generar situaciones en las que la economía exhiba más de un punto de equilibrio general; bajo esas condiciones tiene sentido hablar de equilibrios «malos» y equilibrios «buenos». Este tema se discute en la Introducción de mi libro *Emerging Markets in Turmoil*, *op. cit.*

(9) Véase WALTER BAGEHOT (1999), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, John Wiley & Sons, Inc., Nueva York.

(10) Éstos son datos aún no publicados que surgen de la muestra utilizada por G. CALVO; IZQUIERDO, A., y TALVI, E., en «*Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises*», National Bureau of Economic Research, Working Paper número 1202.

(11) En un trabajo conjunto con Fabrizio Coricelli y Pablo Ottoneillo, estamos obteniendo resultados empíricos que sustentan esta conjetura. Para una discusión conceptual de estos temas, véase mi trabajo «Liquidity Approach to Bubbles, Crises, Jobless Recovery and Involuntary Unemployment», que está disponible en: www.columbia.edu/~gc2286.

(12) La expresión proviene del trabajo de G. CALVO, y REINHART, C. (2002), «Fear of Floating», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 68, mayo: 379-408.