

Crisis financieras en la historia

Documento de Discusión CIUP

DD1605

Agosto, 2016

Carlos Parodi: parodi_caj@up.edu.pe
Profesor e investigador del CIUP

Las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad del autor y no expresan necesariamente aquellas del Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico o de Universidad misma.

Crisis Financieras en la Historia¹

Carlos Parodi Trece
parodi_caj@up.edu.pe
Universidad del Pacífico: Centro de Investigación
2016

Resumen Ejecutivo

Las crisis financieras no son un fenómeno nuevo en la historia. Desde la crisis de los tulipanes en 1634 hasta la crisis financiera de Estados Unidos en 2008 y la europea de 2010, son eventos que se han sucedido sin que se encuentre la forma de evitarlos. A lo largo de la historia, las crisis financieras asociadas a burbujas especulativas y excesiva acumulación de deudas, son eventos recurrentes que comparten un patrón similar, matizado con las características de cada país y momento histórico. Los avances tecnológicos juegan un rol en la aceleración de las mismas. A pesar de ello no tienen una definición única ni tampoco un esquema de resolución aceptado. Las crisis generan consecuencias: el elevado costo social que generan en niveles de actividad y empleo. Una revisión de las principales crisis financieras de la historia muestra una serie de elementos comunes y deja lecciones que deben tomarse en cuenta para, al menos, minimizar su ocurrencia.

¹ Paper presentado el 5 de agosto de 2016 en el III Congreso Anual de la Asociación Peruana de Economía. El texto está basado en una versión mejorada del capítulo 2 del libro de mi autoría, “La Primera Crisis Financiera Internacional del Siglo XXI”, Lima, CIUP, 2011.

*In general, history rather than economic history seems to offer a guide in interpreting wildly surprising and inherently unpredictable events.*²

*In the history of modern capitalism, crises are the norm, not the exception.*³

1. Introducción

Ni la globalización financiera ni las crisis financieras son fenómenos nuevos. Ambas son características de la historia económica mundial. La globalización financiera ha tenido dos períodos de aceleración, conocidos como olas de globalización: el primero entre 1870 y 1914 y el segundo desde 1980 hasta la actualidad. Las crisis financieras asociadas a burbujas especulativas y excesiva acumulación de deudas, son eventos recurrentes que comparten un patrón similar, matizado con las características de cada país y momento histórico.⁴

En primer lugar aparece una *innovación*, que puede ser un avance científico como la máquina a vapor o los ferrocarriles (siglo XIX), la radio (década de los veinte), la televisión (década del cincuenta) o el internet (años noventa); en otros casos es una herramienta de ingeniería financiera, como las obligaciones de deuda garantizadas (del inglés, *collateralized debt obligations*, CDOs en la década de los noventa).

En segundo lugar, los beneficios generados por la innovación originan una sobre-reacción o euforia de los inversionistas, que en algunos casos somete al activo a un intenso proceso de especulación.⁵ El activo puede ser cualquier bien, aunque por lo general han sido acciones y bienes raíces. Las ganancias de corto plazo actúan como un *imán*, donde *comprar barato hoy para vender mañana a un precio mayor es la norma*. En tercer lugar, el aumento de la demanda por el activo eleva su precio por encima de los fundamentos creando una burbuja especulativa; mientras tanto, la teoría exalta las virtudes de la nueva tecnología, y aparecen expresiones como la *nueva era*, *esta vez es diferente*, *nueva economía* y otras similares, que buscan justificar la elevación del precio y descartar fenómenos similares anteriores.⁶ El uso extendido de la innovación sirve para justificar la burbuja.

² Bordo Michael y Harold James (2009), *The Great Depression Analogy*, NBER, Working Paper N° 15584, Cambridge, p.2.

³ Roubini Nouriel y Stephen Mihm (2010), *Crisis Economics*, The Penguin Press, New York, p.15.

⁴ Existen varios estudios al respecto; véase por ejemplo, Kindleberger y Aliber (2005), Bordo (2008), Bordo, Eichengreen, Kingebiel y Martinez-Peria (2001), Reinhart y Rogoff (2008), entre otros.

⁵ El activo puede ser la innovación misma, como en el caso de los ferrocarriles o la innovación puede facilitar la burbuja en otro activo, como la ingeniería financiera que llevó a la burbuja inmobiliaria.

⁶ Una panorámica histórica es desarrollada por Reinhart y Rogoff; véase Reinhart Carmen y Kenneth Rogoff (2008), *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, NBER Working Paper N° 13882, Cambridge.

El argumento utilizado durante la fase de auge de la burbuja inmobiliaria de 2003-2007 fue que los bienes raíces eran una *inversión segura*, pues *nunca perdían valor* dado que los *precios de las viviendas jamás descienden*. La demanda excede a la oferta. Inclusive los aumentos en los precios de las viviendas, aumentaban la riqueza de las personas (las viviendas son un activo), por lo que pedían un segundo préstamo con la vivienda como garantía y así sucesivamente. Familias endeudadas, crédito abundante y barato, precios al alza configuraban un escenario que tenía un fin, como ha ocurrido a lo largo de la historia.

En cuarto lugar, como el aumento en la demanda está sostenido por mayor deuda (el *boom* crediticio acompaña al *boom* del activo), existe un límite; cuando la demanda deja de aumentar, los precios dejan de subir y los inversionistas huyen en manada, de la misma manera que habían entrado. La burbuja estalla pues la oferta supera a la demanda. Las posteriores disminuciones en el precio ahondan la crisis. Calomiris (2008) señala que “las crisis financieras más severas de la historia típicamente aparecen cuando el crecimiento rápido de las innovaciones financieras coincide con una abundancia en la oferta de créditos”.⁷ Dicho de otro modo, la innovación es sostenida y expandida por un boom crediticio. La burbuja especulativa requiere de dinero barato y endeudamiento para la compra del activo (apalancamiento). Sin embargo, no todo boom crediticio genera una ola especulativa. El componente psicológico, reflejado en la sobre-reacción de los inversionistas y en la confianza de que *esta vez es diferente* es el elemento clave, que origina la especulación. Galbraith (1961:175) señala lo siguiente: “When people are cautious, questioning, misanthropic, suspicious, or mean, they are immune to speculative enthusiasms”.

El crecimiento de la burbuja ocurre dentro de un período de *buenos tiempos*, es decir, períodos caracterizados por una rápida expansión económica en un ambiente más general de estabilidad. El escenario de aparente *bajo riesgo*, lleva a aumentos en el apalancamiento gracias al boom crediticio que sostiene la euforia especulativa. Entre las mayores crisis financieras de los Estados Unidos destacan las ocurridas en 1893, 1929 y 2007. En los tres casos, la década previa estuvo caracterizada por un crecimiento económico rápido dentro del cual surgió la especulación alrededor de algún activo. Los ferrocarriles y los productos agrícolas en la primera de ellas, las acciones en la segunda y las viviendas en la tercera. Otras crisis también han tenido los mismos elementos.

Sin embargo, caben dos observaciones: en primer lugar, no toda burbuja genera una crisis financiera; en segundo lugar, no todos los tiempos de estabilidad, es decir, los *buenos tiempos* terminan en una crisis. *El conector entre el colapso de una burbuja especulativa y una crisis financiera es el nivel de apalancamiento*.

Los impactos de las crisis financieras son visibles al menos en cuatro campos: en primer lugar, la disminución de la actividad productiva. En segundo lugar, el aumento en la tasa de desempleo. En tercer lugar, la caída del comercio. En cuarto lugar, el aumento

⁷ Calomiris Charles (2008), “The Subprime Turmoil: What’s Old, What’s New and What’s Next”, *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium, p. 24. La traducción es libre.

de la deuda pública debido a dos razones: por un lado, la reducción de la recaudación tributaria por el menor crecimiento y por otro, en el mayor gasto debido a los programas de rescate del sistema financiero y de estímulo económico.⁸

El presente documento tiene dos objetivos. En primer lugar, revisar algunas de las crisis financieras ocurridas a lo largo de la historia asociadas a burbujas de activos. La idea es recopilar precedentes de la primera crisis financiera internacional del siglo XXI. La historia económica deja lecciones no aprendidas. En segundo lugar, en la medida que las crisis no ocurren en un vacío sino en una realidad concreta, ¿tienen alguna relación con el sistema monetario internacional y la globalización financiera? Para ello, una revisión de la evolución de los sistemas monetarios internacionales facilita concluir si las crisis financieras son más probables bajo un arreglo monetario y financiero determinado.

2. ¿Cómo identificar una crisis financiera?

Las crisis financieras han ocurrido a lo largo de la historia. Sin embargo, no tienen una definición única. La expresión es usada para describir distintos fenómenos, como las crisis bancarias, las moratorias de deuda soberana, las crisis cambiarias, los colapsos de las bolsas, los ciclos de auge y caída en el precio de algún activo, etc. Más aún, existen dos complicaciones adicionales: en primer lugar, cada categoría admite distintas definiciones; en segundo lugar, las variantes pueden presentarse juntas o separadas. Por ejemplo, los colapsos de los precios de los activos en Estados Unidos en 1987 y 2000 no estuvieron acompañados de una crisis bancaria. La crisis financiera de 2007 estuvo relacionada, en un principio, con una burbuja en el precio de las viviendas, pero no con una crisis cambiaria.⁹ Como consecuencia algunas generan más pérdidas que otras, el alcance puede ser local, regional o global, la localización puede estar en el sistema bancario en la bolsa de valores o en el sistema financiero en su conjunto, el activo sujeto de la especulación puede ser una acción, una vivienda, ambos al mismo tiempo u otros activos, etc.

El cuadro 1 presenta un conjunto de crisis financieras originadas en los Estados Unidos, que permite apreciar algunas de las diferencias descritas. Aunque faltan elementos, como el alcance (local, regional o global) y los programas de rescate, la crisis de 2007 ha sido uno de los episodios más severos de la historia de los Estados Unidos. A pesar del patrón similar, cada crisis presenta rasgos distintivos que determinan su complejidad. En la crisis que estalló en los Estados Unidos en 2007 se presentaron ciertas características únicas: en primer lugar, la combinación de una burbuja especulativa en bienes raíces con un colapso del sistema financiero como un todo, del cual el sistema bancario es una parte. En segundo lugar, el uso extendido de la titulización y productos financieros complejos y en tercer lugar el alcance global, reflejada en la recesión mundial *sincronizada* de 2009.

Cuadro 1 **Diversidad de Crisis Financieras en Estados Unidos**

⁸ Reinhart Carmen y Kenneth Rogoff (2009), *The Aftermath of Financial Crises*, NBER Working Paper N° 14656, Cambridge.

⁹ Por lo general, las crisis financieras vienen precedidas de una burbuja en el precio de algún activo.

Crisis Financiera	Problema bancario	Relacionado con bienes raíces	Importancia de la Información Asimétrica	Severidad de la Crisis Financiera
Pánico de 1893	Sí	En parte	Alta	Baja
Pánico de 1907	Sí	No	Alta	Baja
Problemas agrícolas 1920-1930	Sí	Sí	Baja	Alta
Crack de 1929	No	No	Baja	Alta
Crisis Bancaria 1931-1933	Sí	En parte	Ocasional	Alta
Penn Central 1970	No	No	Alta	Baja
Problemas Agrícolas inicios 1980s	Sí	Sí	Baja	Moderada
Crisis Ahorros y Préstamos 1980-1991	Sí	Sí	Variada	Alta
Colapso de 1987	No	No	Baja	Alta
Colapso punto com 2001	No	No	Baja	Alta
Subprime 2007	Sí	Sí	Alta	Alta

Fuente: Calomiris Charles (2008), "The Subprime Turmoil: What's Old, What's New and What's Next", *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium, p. 24.

Los ciclos de auge y caída son un elemento común a las crisis; un boom crediticio alimenta la especulación alrededor de un activo o un rango de activos, como las acciones, los bienes raíces, los préstamos a las economías emergentes, derivados financieros, entre otros. La idea es *comprar hoy por la expectativa que el precio será mayor mañana*. En otras palabras, mientras el boom crediticio sostiene la demanda (y por ende el precio), el sistema financiero facilita el endeudamiento que mantiene el boom crediticio. El cuadro 2 asocia el aumento en los préstamos en el período previo a la crisis, para una muestra de crisis ocurridas luego de 1980. *La fase de auge es sostenida por el boom crediticio*. El cuadro 3 presenta mayores detalles de las crisis presentadas en el cuadro 2, entre ellos, el aumento en el precio del activo durante el auge.

Cuadro 2
Crisis Financieras y Boom Crediticio

	Crisis	Préstamos bancarios / PIB
Suecia	1991-1994	De 43% en 1985 a 63% en 1990.
Finlandia	1991-1994	De 64% en 1985 a 92% en 1990
Noruega	1991-1994	De 71% en 1985 a 80% en 1990
América Latina	1982-1983	Flujos financieros netos aumentaron de 3.4% del PIB en 1973 a 7.4% en 1981
Tailandia	1997-1998	De 98% en 1992 a 147% en 1996
Corea del Sur	1997-1998	De 61% en 1992 a 72% en 1996

Malasia	1997-1998	De 143% en 1992 a 187% en 1996
Japón	1991-2001	De 158% en 1985 a 197% en 1990
Estados Unidos	1986-1995	De 92% en 1980 a 100% en 1985
Estados Unidos	2001	De 133% en 1994 a 170% en 2000

Fuente: Pérez Esteban, Titelman Daniel y Ramón Pineda (2009), *The current global financial crisis: What was really “purely prime”?* Cepal, Development Studies Section, Santiago de Chile, pp. 5-6.

Cuadro 3
Crisis Financieras: Fase de Auge

Episodio	País	Activo	Auge en el precio del activo	Incremento acumulado
Crisis Nórdica (1989)	Finlandia	Bienes raíces	1980-1990	120%
Crisis Nórdica (1989)	Suecia	Bienes raíces	1985-1990	34%
Crisis Nórdica (1989)	Noruega	Bienes raíces	1984-1988	28%
Crisis de Deuda América Latina (1980)	América Latina	Préstamos a la economías emergentes	1977-1981	30%
Japón (1990)	Japón	Bienes raíces y acciones	1977-1990	100% y 500%
Asia Oriental (1997)	Tailandia	Bienes raíces y acciones	1991-1994	285% y 156%
Asia Oriental (1997)	Malasia	Bienes raíces y acciones	1991-1997	145% y 156%
Asia Oriental (1997)	Corea	Bienes raíces y acciones	1991-1994	50% y 74%
Ahorros y Préstamos (1986)	Estados Unidos	Acciones y Bonos Basura	1970-1989 y 1982-1986	51% y 1650%
Punto com (2001)	Estados Unidos	Acciones	1995-2001	400%
LTCM (1998)	Estados Unidos	Derivados y Fondos de Cobertura	1994-1997	163% y 400%
Subprime (2007)	Estados Unidos	Bienes raíces y acciones	1997-2006 y 2003-2007	184% y 21%

Fuente: Pérez Esteban, Titelman Daniel y Ramón Pineda (2009), *The current global financial crisis: What was really “purely prime”?* Cepal, Development Studies Section, Santiago de Chile, p. 8

La fase de caída o estallido de la burbuja desata la crisis. Los efectos dependen de los rasgos distintivos de cada una de ellas. Dicho de otro modo, las crisis presentan un

patrón similar, pero las características propias determinan su complejidad. La crisis de 2007, como las demás en la historia, presenta elementos propios. En primer lugar, la combinación de una burbuja especulativa en bienes raíces con un colapso del sistema financiero como un todo, del cual el sistema bancario es una parte. En segundo lugar, el uso extendido de la titulización y productos financieros complejos y en tercer lugar el alcance global, reflejada en la recesión mundial *sincronizada* de 2009. El cuadro 4 presenta la disminución en el precio del activo, elemento central de la fase de caída.

Cuadro 4
Crisis Financieras: Fase de Caída

Episodio	País	Activo	Caída en el precio del activo	Disminución acumulada
Crisis Nórdica (1989)	Finlandia	Bienes raíces	1990-1995	45%
Crisis Nórdica (1989)	Suecia	Bienes raíces	1990-1995	34%
Crisis Nórdica (1989)	Noruega	Bienes raíces	1990-1995	30%
Japón (1990)	Japón	Bienes raíces y acciones	1990-2002	33%
Crisis de Deuda América Latina (1980)	América Latina	Préstamos a la economías emergentes	1983-1986	30%
Asia Oriental (1997)	Tailandia	Bienes raíces y acciones	1994-1998	90% y 99%
Asia Oriental (1997)	Malasia	Bienes raíces y acciones	1997-1998	85% y 86%
Asia Oriental (1997)	Corea	Bienes raíces y acciones	1994-1998	90% y 91%
Ahorros y Préstamos (1986)	Estados Unidos	Acciones y Bonos Basura	1989-1991 y 1986-1989	15% y 40%
Punto com (2001)	Estados Unidos	Acciones	2001-2003	400%
LTCM (1998)	Estados Unidos	Derivados y Fondos de Cobertura		
Subprime (2007)	Estados Unidos	Bienes raíces y acciones	1997-2006 y 2003-2007	30% y 90%

Fuente: Pérez Esteban, Titelman Daniel y Ramón Pineda (2009), *The current global financial crisis: What was really “purely prime”?*, Cepal, Development Studies Section, Santiago de Chile, p. 11

Reinhart y Rogoff (2008, 2009) encuentran similitudes de la crisis de 2007 con otros episodios históricos. La aceleración de los precios de las acciones y las viviendas (véase cuadro 3), las entradas previas de capitales externos, el crecimiento económico en la etapa de auge y la recesión luego del estallido de la burbuja, etc. Como referencia para la crisis de 2007 analizan dieciocho crisis bancario-financieras ocurridas en países

industrializados, en el período posterior a la segunda guerra mundial. Las *Cinco Grandes Crisis (Big Five)* han sido las siguientes: España (1977), Noruega (1987), Finlandia (1991), Suecia (1991) y Japón (1992). Otras crisis bancarias y financieras fueron las de Australia (1989), Canadá (1983), Dinamarca (1987), Francia (1994), Alemania (1977), Grecia (1991), Islandia (1985), Italia (1990), Nueva Zelanda (1987), Reino Unido (1973, 1991, 1995) y Estados Unidos (1984). En la comparación encuentran que la crisis de 2007 tiene una profundidad mayor que las *cinco grandes*, en términos de aceleración en los precios de las viviendas antes de la crisis, brecha externa y un conjunto adicional de indicadores, como la acumulación de deuda pública y privada. Señalan que “La crisis de Estados Unidos parece el arquetipo de la crisis, solo que peor”.¹⁰

De acuerdo con Mishkin (2008:208), Estados Unidos experimentó una crisis financiera cada veinte años en el siglo XIX: 1819, 1837, 1857, 1884, 1883 y 1907, la mayoría asociada a pánicos bancarios.¹¹ Calomiris (2009b:32) señala que Estados Unidos atravesó por crisis bancarias en los años 1819, 1837, 1857, 1873, 1884, 1890, 1893, 1896, 1907 y 1933.

Kindleberger y Aliber (2005:9) sostienen que las diez burbujas más grandes de la historia han sido las siguientes:

- Los tulipanes en Holanda en 1636.
- La burbuja del Mar del Sur en 1720.
- La burbuja del Mississippi en 1720.
- Los precios de las acciones entre 1927 y 1929.
- El aumento de los préstamos bancarios a México y otros países en desarrollo en la década de los ochenta.
- Los precios de las acciones y los bienes raíces en Japón entre 1985 y 1989.
- Los precios de las acciones y bienes raíces en Finlandia, Noruega y Suecia entre 1985 y 1989.
- Los precios de las acciones y los bienes raíces en Tailandia, Malasia, Indonesia y otros países asiáticos entre 1992 y 1997.
- El aumento de la inversión extranjera en México entre 1990 y 1993.
- Los precios de las acciones en Estados Unidos entre 1995 y 2000.

Además de las mencionadas, Kindleberger y Aliber (2005) listan 14 crisis con alcances internacionales en el siglo XIX: 1810 (Inglaterra), 1815-16 (Inglaterra), 1819 (Inglaterra y Estados Unidos), 1825 (Inglaterra), 1828 (Francia), 1836 (Inglaterra), 1837 (Estados Unidos), 1838 (Francia), 1847 (Inglaterra), 1848 (Europa y Estados Unidos), 1857 (Inglaterra), 1864 (Francia), 1866 (Inglaterra e Italia), 1873 (Alemania, Austria y Estados Unidos), 1882 (Francia), 1890 (Inglaterra) y 1893 (Estados Unidos). *Todas ellas estuvieron precedidas por aumentos en el flujo de capitales externos y*

¹⁰ Reinhart Carmen y Kenneth Rogoff (2008b), “Is the 2007 US Subprime Crisis so Different? An International Historical Comparison”, en *American Economic Review* 98, N° 2, p. 342. La traducción es libre.

¹¹ Las corridas bancarias eran comunes, pues no había prestamista de última instancia ni seguro de depósitos, pues la Reserva Federal (el banco central) recién fue creada en 1913, como respuesta al pánico bancario de 1907.

estuvieron acompañadas de ataques especulativos. James (2003) sostiene que, “El flujo de capitales no se producía en forma de corriente acompasada; al contrario, oleadas de exuberante confianza se alternaban con colapsos especulativos”.¹²

El FMI (2009) señala que “las crisis financieras internacionales han sido una característica de la economía global desde hace mucho tiempo”.¹³ El crecimiento económico mundial desde 1870 muestra interrupciones debido a las guerras mundiales y las crisis financieras internacionales. El estudio lista ocho crisis: el colapso en el precio de las acciones de 1873 en Austria y Alemania, el boom de préstamos a América Latina en 1890 (en especial a Argentina), el pánico financiero de los Estados Unidos en 1907, la Gran Depresión de 1929, la crisis de la deuda de América Latina de 1981-82, la burbuja en el precio de las acciones y bienes raíces en los países nórdicos y en Japón en 1991-92, la crisis de Asia Oriental en 1997 y la crisis de 2007 en Estados Unidos, caracterizada por el estallido de la burbuja hipotecaria y el colapso de la titulización.

Una de las lecciones que dejan los estudios señalados es la necesidad de una definición consensuada de una crisis financiera y sus variantes. Distintas definiciones llevan a diferentes clasificaciones de crisis. Por ejemplo, ¿qué convierte un problema bancario en una crisis bancaria? Calomiris (2009b) señala que las crisis bancarias presentan dos aspectos: olas de insolvencia bancaria (las pérdidas bancarias general una quiebra masiva de bancos) y pánicos bancarios (retiros masivos de depósitos del sistema bancario en su conjunto).

3. Algunas Crisis Financieras en la Historia

3.1 De los Tulipanes a la Gran Depresión

Desde un punto de vista cronológico, las tres primeras crisis financieras estuvieron asociadas a burbujas especulativas y ocurrieron en países europeos.¹⁴ La primera fue la *tulipmanía*, proceso de euforia especulativa desarrollado en Holanda entre 1634 y 1637 en torno de los bulbos de tulipanes, especie exótica considerada como símbolo de riqueza.

La burbuja especulativa ocurrió dentro de un período de prosperidad en Holanda. Durante los siglos XVI y XVII Amsterdam fue el primer motor del capitalismo y el eje comercial del noroeste de Europa entre 1580 y 1650. El tulipán fue importado a Europa Occidental, procedente de Turquía, alrededor del año 1554. El crecimiento del país convirtió al tulipán, especie exótica y escasa, en un objeto deseado por las clases altas de la sociedad holandesa. La belleza y el colorido de la flor eran una señal de riqueza a ser lucida en los jardines más estilizados de la ciudad. El bulbo de tulipán era un

¹² James Harold (2003), *El Fin de la Globalización. Lecciones de la Gran Depresión*, Editorial Océano de México, Primera Edición en Español, México, p.30.

¹³ FMI (2009), *World Economic Outlook 2009*, October, Washington, p.128. La traducción es libre.

¹⁴ La información de las tres burbujas es atribuida a Charles Mackay; véase, Mackay Charles (1848), *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, disponible en internet, /www.econlib.org/library/Mackay/macEx.html

símbolo de estatus, poder y prestigio. Fleckenstein (2009:28) señala que el precio del bulbo llegó a sextuplicar el ingreso anual promedio en Amsterdam y que en la cima de la burbuja los precios aumentaron veinte veces en solo un mes. Todos buscaban negociar con los bulbos de tulipán y para ello vendieron negocios, granjas y viviendas para *hacer dinero fácil*.

Sornette (2003:9) señala que no son claras las razones del inicio de la especulación, pero la mayor demanda atrajo inversionistas de las clases medias. Durante la etapa del auge de la burbuja “people became too confident that this sure thing would always make them money”.¹⁵ En otras palabras, el aumento en el precio estuvo asociado a la *creencia* que la tendencia no cambiaría. La base del *negocio seguro* era una creencia que llevó a una euforia especulativa desenfrenada. La gente hasta hipotecaba sus viviendas con el objetivo de *comprar para vender a un precio mayor*. La prosperidad del país creó la atmósfera optimista dentro de las cuales tienden a aparecer las burbujas. Como los precios no pueden aumentar de manera indefinida alcanzaron su pico el 4 de febrero de 1637 y de ahí en adelante la disminución determinó la fase de caída y crisis. La reducción en el precio fue el equivalente de 75 mil dólares a 1 dólar.¹⁶

Las otras dos burbujas están conectadas entre sí y son conocidas como la burbuja del Mississippi entre 1719 y 1720 y la del Mar del Sur en 1720.¹⁷ Ambas están relacionadas con el aumento en el precio de las acciones en dos empresas europeas, la *South Sea Company*, fundada en Londres en 1711 y la *Mississippi Company*, ubicada en París. Las compañías mencionadas tenían el monopolio comercial sobre las colonias españolas en América. A inicios de 1720 el rumor de ganancias extraordinarias asociadas a la explotación del oro, generó una euforia especulativa y por ende la elevación irracional en el precio de las acciones de la primera de ellas, de 128 libras en enero de 1720 a 1000 libras a principios de agosto. A partir de ahí ocurre la caída del precio o reversión de la tendencia; en diciembre el precio de la acción estaba en 100 libras. El estallido de la burbuja produjo un colapso financiero de los accionistas, quienes fueron acusados de fraude pues al parecer los rumores fueron desatados por ellos mismos. Sornette (2003) señala que “la burbuja del mar del sur es una historia fascinante de histeria en masa, corrupción política y convulsión pública”.¹⁸ Kindleberger y Aliber (2005:128) sostienen que los eventos de 1720 constituyeron la primera crisis financiera internacional, pues la especulación durante la fase de euforia especulativa no solo ocurrió en Francia y Gran Bretaña, sino también en Italia, Holanda y Alemania.

A pesar del estallido de las tres primeras burbujas especulativas de la historia, ninguna de ellas causó una crisis financiera global. Caso contrario fue la de 1825, relacionada con América Latina.

Durante el siglo XIX América Latina atravesó por tres fases de crisis financieras, relacionadas con el movimiento internacional de capitales. El rasgo distintivo fue el

¹⁵ Sornette Didier (2003), *Why Stock Markets Crash*, Princeton University Press, New Jersey, p.9.

¹⁶ Garber (2000) desarrolla la visión contraria, el sentido que el comportamiento del precio de los tulipanes fue una respuesta a los *fundamentals* y no a la especulación o manía irracional.

¹⁷ Véase Garber Peter (2001), sección III, pp. 85-126.

¹⁸ Sornette Didier (2003), *Why Stock Markets Crash*, Princeton University Press, New Jersey, p.9. LA traducción es libre.

ciclo de auge y caída de préstamos internacionales realizados por ingleses.¹⁹ La primera ola de influjos de capitales británicos hacia América Latina, que tuvo como destino el financiamiento de infraestructura y las minas de oro y plata, terminó con la *crisis financiera de 1825*. Los países latinoamericanos anunciaron la moratoria de la deuda y perdieron acceso a los mercados internacionales de capitales. La burbuja comenzó en Gran Bretaña con los ingredientes de la crisis clásica: crédito barato y abundante, burbuja en el precio de un activo (acciones y bonos relacionados con la inversión en el Perú, independizado cuatro años antes) y estallido de la burbuja con el impacto de bancos y compañías financieras quebradas. La crisis financiera se extendió de Gran Bretaña al resto de Europa. El pánico originó que los inversionistas retiren sus capitales de América Latina. En 1828, todos los países de la región, a excepción de Brasil, habían declarado la moratoria de la deuda externa.

La segunda ola de préstamos externos a América Latina ocurrió entre 1850 y finales de la década de 1860; el objetivo fue la construcción de ferrocarriles. El resultado fue una nueva moratoria y la crisis financiera de 1873, que según algunos autores fue la mayor crisis internacional de la historia (Bordo 2000). Inversionistas europeos, en especial británicos, realizaron inversiones especulativas en ferrocarriles en Estados Unidos y América Latina. En paralelo las reparaciones pagadas por Francia a Alemania como consecuencia de la guerra franco-prusiana generó una ola especulativa en bienes raíces en Austria y Alemania. El estallido de la burbuja llevó al colapso de los mercados de acciones en Viena, Amsterdam y Zurich, hecho que determinó el retiro de las inversiones europeas en América y presionó sobre los estados unidos que ya estaba en medio de una burbuja especulativa. El resultado fue el pánico en Wall Street y una contracción de la producción global unida a un proceso deflacionario. (Roubini y Mihm 2010:22)

La tercera ola estuvo vinculada con el financiamiento del desarrollo de Argentina y Uruguay y se inició en la década de 1880. Terminó con la crisis de 1890 del Banco *Baring Brothers*, declarado en insolvencia, al no poder cobrar los préstamos otorgados. En este último caso, “el pánico financiero tuvo trágicas consecuencias en las economías reales, con colapsos en la producción equiparables a los que tuvieron lugar en países en crisis (principalmente en Asia Oriental) durante la década de los noventa”.²⁰ El Banco de Inglaterra enfrentó la situación mediante préstamos de oro del Banco de Francia y de Rusia. A pesar de ello, existía el temor ante la falta de seguridad de que el Banco de Inglaterra tuviera o no los recursos necesarios para evitar una crisis cambiaria y para actuar como prestamista de última instancia.

Estados Unidos tampoco estuvo ajeno a problemas financieros asociados a moratoria de deuda. Entre 1820 y 1835, capitales ingleses financiaron el boom del algodón, episodio que finalizó con la depresión de 1837-1843 y la moratoria de ocho estados.

Tanto en las tres primeras burbujas como en las de América Latina en el siglo XIX el rasgo distintivo fue la incapacidad del pago de deudas. En las europeas de los siglos XVII y XVIII el exceso de endeudamiento basado en la suposición de *comprar barato para vender caro* generó las crisis. Los préstamos ingleses a América Latina fueron

¹⁹ Ugarteche y Acosta (2003) atribuyen los casos de cesaciones de pagos a los períodos en que las economías de los países centrales sufren una recesión, que se manifiesta en una caída en los precios de las materias primas, previo desplome de la bolsa de valores.

²⁰ James Harold (2003), *op.cit.*, p.30.

percibidos como un *buen negocio* y las moratorias posteriores demostraron el error. Las razones y los actores pueden ser diferentes, pero los elementos comunes configuran un patrón repetido en la historia.

Estados Unidos enfrentó crisis financieras en los años 1819, 1837, 1857, 1873, 1884, 1890, 1893, 1896, 1907 y 1933. La mayoría de ellas fueron pánicos bancarios asociados a la ausencia de un prestamista de última instancia y a la escasa diversificación interestatal de los bancos.

En 1857 el boom especulativo en esclavos, ferrocarriles, instrumentos financieros y tierra terminó con el estallido de la burbuja. Siguió el pánico bancario, que agotó las reservas de los bancos en Nueva York. Semanas después el pánico alcanzó a Londres y a partir de ahí sucumbió el resto de Europa y luego China, India, China y América Latina. La crisis fue global.

El resto de crisis del siglo XIX mantuvieron el mismo conjunto de características. El inicio en un país desarrollado luego de excesos en préstamos especulativos, el auge y caída de la burbuja y crisis financiera. El impacto en los países periféricos estuvo basado en la salida de capitales o en la reducción de las exportaciones de materias primas, consecuencia de la recesión en las economías avanzadas. La moratoria de la deuda fue el rasgo común en la denominada periferia mundial.

La *crisis de 1907*, llevó a la creación del banco central (Reserva Federal) en 1913, y fue el resultado del colapso de la ola especulativa en acciones y bienes raíces. Entre 1895 y 1906 el PIB aumentó a una tasa anual de 7.3%, es decir, la economía atravesó por un período de prosperidad. Más de 1800 compañías fueron consolidadas en 93 corporaciones. En paralelo aumentó el número de las denominadas *trust companies*, con escasa regulación, en oposición a los bancos comerciales, regulados.²¹

El 14 de octubre de 1907 una acción de la *United Copper Corporation* (UCC) tenía un precio de US\$ 62 dólares; dos días después cerró a US\$ 15 dólares. (Federal Reserve Bank of Boston 1907:3). El millonario financiero, *Augustus Heinze* intentó arrinconar el mercado (del inglés, *corner the market*) de las acciones de la UCC.²² Sin embargo, *Heinze* fracasó pues la oferta a mayor precio no tuvo éxito. Su reputación previa había logrado que los bancos comerciales le prestaran dinero para la compra de cobre. El intento fallido generó un pánico bancario, pues los depositantes temían por su dinero mal invertido por su respectivo banco. Dicho de otro modo fue una crisis de confianza, tanto por lo realizado por *Heinze* como por los contactos que tenía con otros banqueros. Por ejemplo, una semana después *Knickerbocker Trust Company* fue motivo de una corrida bancaria cuando los depositantes conocieron las vinculaciones entre *Heinze* y *Charles Barney*, Presidente de la mencionada compañía.

J. Pierpont Morgan, otro acaudalado financista, decidió enfrentar la situación y designó un comité de banqueros como apoyo. El dinero de Morgan y de otros banqueros, como John Rockefeller, más la ayuda posterior del Tesoro de los Estados Unidos controló el pánico. El comité designado por Morgan decidió qué bancos rescatar y cuáles no. En términos simples habían actuado como prestamistas de última instancia inyectando la

²¹ Las *trust companies* son similares en cuanto a funciones a los desaparecidos bancos de inversión.

²² Arrinconar al mercado consiste en comprar grandes cantidades de por ejemplo, una materia prima, para que el precio suba. Luego, el especulador, vende al precio más alto. El objetivo es controlar el precio.

liquidez necesaria para garantizar los depósitos. Seis años después, el Presidente *Woodrow Wilson* firmó el acta de creación de la Reserve Federal.

Las crisis asociadas a colapsos en bienes raíces son comunes en la historia. Durante el siglo XIX, los casos de Argentina en 1890, Australia, Italia y Estados Unidos en 1893 y Noruega en 1900 representan antecedentes de la crisis de 2007. A excepción de la crisis de Estados Unidos, las otras cuatro generaron las mayores crisis bancarias del período 1870-1913. Los episodios de Australia y Argentina determinaron una resolución con un costo equivalente a 10% del PIB.

¿Qué similitudes surgen entre las crisis descritas y la de 2007? En primer lugar, el inicio: alguna economía avanzada. En segundo lugar, la burbuja especulativa en torno de algún activo. En tercer lugar, el exceso de endeudamiento alimentado por el sistema financiero. Sin embargo, existen diferencias. En primer lugar, no todas tuvieron un alcance global. La mayoría fueron regionales. En segundo lugar, no existía una banca central que cumpliera funciones de prestamista de última instancia ni tampoco un fondo de seguros de depósitos; por esa razón, los pánicos bancarios, entendidos como una corrida de depósitos, fueron comunes. La crisis de 1907 puede ser la excepción, pues las compañías de depósito (*trust company*), recibían depósitos pero también actuaban como intermediarios financieros sin regulación ni acceso a un prestamista de última instancia, como los bancos de inversión en la crisis de 2007. El patrón similar de cada una de las crisis descritas dejó lecciones y justo para ello fue creado el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Banco Central). Sin embargo, nada pudo detener la repetición de secuencias similares, como veremos a continuación.

3.2 La Gran Depresión

La Reserva Federal (FED) o banco central fue creado en 1913 como respuesta al pánico bancario de 1907. La ausencia de pánicos bancarios entre 1915 y 1929, típicos en el siglo XIX, fue visto como un éxito de la FED. Sin embargo, el rol de prestamista de última instancia generó un problema de riesgo moral entre los bancos miembros del sistema, quienes asumieron mayores riesgos, dada la protección de la FED. La quietud quedaría interrumpida por el colapso de la bolsa de valores de Nueva York en 1929, primer escalón de la peor crisis financiera y económica de la historia de los Estados Unidos. En la medida que los bancos invertían el dinero de los depositantes en la bolsa, la quiebra de esta última generó una crisis de proporciones, pues los ahorristas perdieron su dinero. El índice bursátil Dow Jones recuperó el pico de 1929 en 1954, 25 años después.

Sin lugar a dudas, la Gran Depresión de la década de los treinta fue el principal evento económico del siglo XX. De ahí que en el debate de la crisis financiera, la analogía con la Gran Depresión ocurrida ochenta años atrás sea una constante.²³ Ambas crisis estuvieron originadas en los Estados Unidos, precedidas por *burbujas especulativas asociadas a innovaciones* y con mecanismos de propagación globales que generaron una crisis económica de gran magnitud. También existen diferencias, como la rápida respuesta de la FED y del Tesoro en la crisis del siglo XXI en contraste con la Gran

²³ Por ejemplo, véase, Eichengreen Barry (2009), *From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons*, Research Paper presented at the 50th Economic Policy Panel Meeting, Tilburg, october 23.24, 2009.

Depresión. Antes de proceder a las comparaciones, un breve resumen de la Gran Depresión resulta pertinente.

La Gran Depresión tuvo dos etapas: en primer lugar, el colapso de la burbuja de acciones en octubre de 1929. En la medida que los ciclos de auge y caída en el precio de un activo son comunes en la historia del capitalismo, no todo estallido de una burbuja tiene que generar una crisis financiera y menos una depresión. El colapso de las acciones tecnológicas a fines de la década de los noventa es un ejemplo. En segundo lugar, los errores de política monetaria y la secuencia de pánicos bancarios iniciada en octubre de 1930, fueron los elementos decisivos para convertir una recesión en una depresión global de gran magnitud. El mecanismo básico de contagio internacional fue el patrón oro.

A. *Los Felices Veinte y la Burbuja Accionaria.*

La década de los años veinte estuvo caracterizada por una gran prosperidad en los Estados Unidos. Entre 1922 y 1929, el PIB creció a una tasa anual promedio de 4.7% y la tasa de desempleo promedio fue de 3.7%. (White 1990:69) Akerlof y Shiller (2009:66) señalan que “the 1920s, the Roaring Twenties, were a time of peace and prosperity, of good fun, social activity, and solid economic growth”.

La expansión estuvo basada en la aplicación extendida de avances tecnológicos que masificaron el uso del teléfono, los electrodomésticos y el automóvil. La década en mención fue testigo de una ola consumista imitada por varios países europeos. Akerlof y Shiller (2009:64) sostienen que la FED no hizo nada para evitar un sobrecalentamiento, a pesar que en 1913 había sido creada para estabilizar la economía y evitar desórdenes financieros, comunes entre el siglo XIX y 1907.²⁴

Las necesidades financieras de las nuevas empresas modificaron el mercado de capitales. En la medida que las regulaciones impedían que los bancos otorgaran préstamos de largo plazo, las empresas recurrieron a la emisión de bonos y acciones para financiar sus inversiones. Los bancos comerciales podían comprar bonos pero no acciones. Con el objetivo de evadir la regulación, crearon filiales de valores, que actuaban como bancos de inversión. Las filiales distribuyeron grandes cantidades de acciones y bonos a clientes ávidos de expandir sus fortunas y hacia 1930 tenían en sus portafolios la mitad de los bonos en circulación.

El crecimiento del mercado de valores, apoyado por compañías de inversión y las filiales, facilitó que las empresas reemplazaran los préstamos de la banca comercial por la emisión de bonos y acciones. La interacción del crecimiento industrial con la mayor complejidad del sistema financiero estuvo en el origen de los denominados *felices veinte*. *La banca comercial había reducido su rol como intermediario financiero*. El optimismo en el futuro, dado el aumento en la prosperidad y en el bienestar, fue el

²⁴ Aunque la expresión *sobrecalentamiento de la economía* admite significados diversos, Akerlof y Shiller (2009:65) lo definen como aquella situación en que la confianza supera los límites normales y una fracción creciente de personas pierde el escepticismo común respecto de las perspectivas económicas y está lista para alimentar un nuevo boom sustentado en historias anteriores. En otras palabras, el exceso de confianza lleva a subestimar los riesgos bajo la creencia que el crecimiento y la prosperidad serán eternos.

complemento perfecto para la formación de una *burbuja*. En otras palabras, *la expansión económica, unida a las percepciones del público, precedió a la burbuja en el mercado de acciones, que alcanzó su pico en agosto de 1929.*

¿Existe la certeza que hubo una burbuja si la economía estaba en una etapa de crecimiento? Dicho de otro modo, si el continuo crecimiento sustentó el aumento en el precio de las acciones, no habría existido burbuja especulativa. White (1990:73) sugiere que los cambios en los fundamentos iniciaron el boom, pero no lo sostuvieron. En algún momento fue solo especulación, es decir, *comprar barato para vender caro.*

Aunque no existe mecanismo preciso para señalar la fecha del inicio de la burbuja, el consenso apunta a marzo de 1928, cuando RCA, empresa dedicada a la provisión de nueva tecnología, presentó su informe anual en el cual indicaba un crecimiento anual de las ventas de 50%. El impacto sobre la creencia de la continuación de la prosperidad determinó que los precios de las acciones iniciaran su tendencia ascendente. En otras palabras, el público fue cautivado por los resultados y perspectivas de compañías como RCA, la Radio-Keith-Orpheum, la Aluminium Company y en general empresas que usaban nuevas tecnologías. (White 1990:71).

La conclusión es que en un ambiente de optimismo generalizado las personas disminuyen su tolerancia hacia el riesgo y asumen un comportamiento comprador, en este caso de acciones, pues actúan bajo el supuesto que los precios mantendrán la misma tendencia hacia el aumento. Los factores psicológicos, como el exceso de confianza y la observación de cómo otros se hacen ricos, presionan sobre una actitud que de otro modo no hubiera ocurrido.²⁵ Inclusive Irving Fischer, famoso economista de la Universidad de Yale señaló catorce días antes del colapso bursátil lo siguiente: “In a few months, I expect to see the stock market much higher than today”.²⁶ El error en el pronóstico es otro rasgo distintivo de las burbujas especulativas.

B. El Colapso de octubre de 1929: el estallido de la burbuja

El jueves 24 de octubre de 1929 colapsó la bolsa de valores de Nueva York. El estallido de la burbuja especulativa en el mercado de acciones fue el inicio de la Gran Depresión mundial.²⁷ No fue una reacción racional de los agentes del mercado ante un evento específico nuevo, sino solo el estallido de una burbuja especulativa. (Bordo y James 2009:4, Galbraith 1961:174).

El *crack* de 1929 puso fin a uno de los *booms especulativos* más espectaculares de la Bolsa de Nueva York. El índice de las cotizaciones de la bolsa aumentó de 100 en 1926 a 216 en setiembre de 1929, reflejo de una especulación general bajo la expectativa de un futuro promisorio para los Estados Unidos. La elección presidencial de Hoover en 1929 alimentó aún más la idea de una economía boyante. La crisis fue originada en los Estados Unidos; no obstante, el hecho de afirmar que fue *básicamente estadounidense* debe tomarse con cautela, pues mediante el sistema monetario internacional (el patrón

²⁵ Véase Akerlof George y Robert Shiller (2009), *Animal Spirits*, Princeton University Press.

²⁶ Sornette Didier (2003), *Why Stock Market Crash*, Princeton University Press, New Jersey, p.13.

²⁷ Dos precisiones. En primer lugar, una depresión es una recesión profunda y prolongada. En segundo lugar, el colapso de la bolsa de valores de Nueva York no es un sinónimo de la Gran Depresión.

oro), las perturbaciones de un país se contagiaban al resto. La tasa de desempleo aumentó a 10% en noviembre de 1930 y a 27% en mayo de 1933. En Reino Unido alcanzó 10% en noviembre de 1929 y 26.6% en enero de 1931; en Alemania el registro fue de 33.7% en diciembre de 1930; en Australia fue de 28.5% en diciembre de 1928, entre otros. La crisis fue global y la recuperación del empleo demoró entre siete y diez años.

El detonante de la crisis fue el estallido de la burbuja de los precios de las acciones en octubre de 1929 y fue seguida por una serie de pánicos bancarios. Los errores de política monetaria determinaron la depresión. Ante el colapso bursátil, la FED, en lugar de aumentar la cantidad nominal de dinero, la redujo.²⁸

C. Pánicos Bancarios 1930-1933

A la caída de la bolsa, le siguió una profunda depresión que duraría hasta 1932; no obstante, la cuestión central es que no todo colapso en el mercado de valores o bienes raíces genera una recesión prolongada o una depresión. Lo cierto es que en el período mencionado, la producción industrial en Estados Unidos disminuyó a la mitad, los precios en 33%, la inversión privada bruta se contrajo de 15.4% a 1.5% del PIB y la tasa de desempleo se triplicó, alcanzando en 1933 al 27% de la población económicamente activa y se mantuvo en niveles superiores a 15% a lo largo de la década. Entre 1929 y 1933, los precios agrícolas cayeron en 55%, generando en junio de 1930 la adopción de la ley *Hawley-Smoot*, que elevó los aranceles agrícolas y fue respondida por aumentos similares en otros países. Entre 1929 y 1932 el volumen del comercio mundial cayó en 25% y los capitales estadounidenses invertidos en Europa se replegaron, generando la caída de las economías europeas, siendo Alemania la más afectada.

Todo ello ocurrió en medio de varias olas de pánicos bancarios. La primera crisis bancaria fue entre diciembre de 1930 y enero de 1931 con la caída del Banco de los Estados Unidos, el mayor banco comercial, medido por el volumen de depósitos. La segunda crisis bancaria ocurrió entre marzo y agosto de 1931, mientras que la tercera cubrió el período comprendido entre setiembre y octubre de 1931. Los pánicos bancarios ocurrieron tanto por la inacción de la FED como por los problemas financieros ocurridos en el exterior, que *rebotaban* a los Estados Unidos. En el último trimestre de 1932 hubo otra corrida bancaria. Friedman y Schwartz (1963:355) señalan que la primera corrida bancaria fue causada por el deterioro en la calidad de los préstamos concedidos en la década de los años veinte.

El cuadro 5 muestra varias tendencias relevantes. En primer lugar, la tasa de desempleo en los Estados Unidos mantuvo niveles mayores que 10% entre 1931 y 1941. En segundo lugar tras la contracción del producto entre 1929 y 1933, hubo una segunda caída en 1937. La recuperación sostenida recién comienza en 1941. En tercer lugar, la deflación fue una constante entre 1929 y 1942. En cuarto lugar, la cantidad nominal de dinero muestra una reducción de un tercio entre 1929 y 1933.

²⁸ Véase, Friedman Milton y Anna Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

Cuadro 5
Estados Unidos: Indicadores de la Gran Depresión

	Tasa de Desempleo (%)	Variación PIB (%)	Nivel de Precios	Gasto Público (% del PIB)
1929	3.2	-9.8	100.0	3.02
1930	8.7	-7.6	97.4	3.64
1931	15.9	-14.7	88.8	4.68
1932	23.6	-1.8	79.7	7.94
1933	24.9	9.1	75.6	8.15
1934	21.7	9.9	78.1	9.91
1935	20.1	13.9	80.1	8.75
1936	16.9	5.3	80.9	9.82
1937	14.3	-5.0	83.8	8.25
1938	19.0	8.6	82.2	7.94
1939	17.2	8.5	81.0	9.91
1940	14.6	16.1	81.8	9.34
1941	9.9	12.9	85.9	10.78
1942	4.7	13.2	95.1	21.70

Fuente: Blanchard Olivier (2006), *Macroeconomía*, Cuarta Edición, Madrid, p.531.

A pesar que la manifestación inicial fue el colapso de la bolsa y una situación de grave pánico financiero, existe un amplio debate con respecto de las causas últimas de este fenómeno.

La visión monetarista de la gran depresión sostiene que la caída de la producción entre 1929 y 1933 fue causada por errores de política monetaria de la FED, es decir, por un evento exógeno. En 1928 la FED implementó una política monetaria contractiva para neutralizar el boom especulativo en la bolsa de valores. El objetivo era evitar que los precios de las acciones mantuvieran su tendencia al alza, es decir, trataron de *pinchar* la burbuja. El resultado fue una disminución de la oferta monetaria en un tercio entre agosto de 1929 y marzo de 1933 y el aumento de la tasa de interés.²⁹ La reducción de la liquidez llevó a una declinación del gasto y por ende a una caída en la producción y el empleo. La iliquidez causó los pánicos bancarios. Cabe un complemento a la explicación anterior. La contracción monetaria, a su vez, fue originada por la idea de seguir el mecanismo del patrón oro, pues la mayor tasa de interés redujo la salida de capitales de los Estados Unidos hacia Europa, ampliándose la depresión al viejo continente. El problema estaba más allá de la reducción de la oferta monetaria, pues esta simplemente respondía a las necesidades impuestas por el patrón oro. En consecuencia, el crack de la bolsa de valores en 1929 generó expectativas negativas entre los agentes económicos, pero no fue la causa de la Gran Depresión. La FED fue la culpable.

Keynes (1936), en oposición a la visión monetarista, señala que la recesión fue causada por el colapso de la demanda agregada, en particular, de la inversión privada. La

²⁹ Véase, Friedman Milton (1980), *Libertad de Elegir*, Biblioteca de Economía, Ediciones Orbis S.A., Barcelona, capítulo 3, Bordo y James (2009), Friedman y Schwartz (1963), entre otros. .

recomendación fue el uso de una política fiscal expansiva, a través de un aumento masivo en el gasto público.

Kindleberger (1986) sostiene que la gran depresión fue un fenómeno mundial originado por la ausencia de un liderazgo económico, que lo ejerció Gran Bretaña antes de la primera guerra mundial y Estados Unidos después de la segunda guerra.

Temin (1994) señala que las razones de la gran depresión se encuentran en el choque que significó para la economía mundial la primera guerra mundial, que afectó el contexto dentro del cual se tomaban las decisiones de política. Estados Unidos emergió como la nueva potencia industrial. Además el avance del sindicalismo tornó más complejo el proceso de aceptar una deflación. Esta situación generó, al menos, tres cambios de importancia: el patrón internacional de préstamos, la expansión y colapso de la agricultura y el final de la migración en masa.

En primer lugar, Estados Unidos se transformó de deudor en acreedor. El patrón de cambios oro adoptado después de la primera guerra mundial implicaba (al igual que el patrón oro clásico) que la deflación y no la devaluación era el mecanismo de ajuste ante un déficit comercial. Los nuevos tipos de cambio establecidos no se encontraban alineados y para aquellos países, como Gran Bretaña y Alemania, que fijaron un tipo de cambio por debajo de la paridad, no existían elementos de política que contrarresten la pérdida de competitividad.

En segundo lugar, la agricultura de los Estados Unidos había prosperado durante la guerra, exportando alimentos a Europa. Cuando la guerra terminó, disminuyó la demanda por bienes agrícolas, pues la oferta europea reapareció. El resultado fue una deflación de los precios agrícolas a lo largo de la década de los años veinte. Los agricultores quedaron así con grandes deudas, que habían contraído durante los años prósperos, con el objetivo de tomar ventaja de los precios altos. En tercer lugar, como resultado de la guerra, aparecieron una serie de leyes que restringían la libre migración. Estos dos últimos factores restringían la demanda, más específicamente, el consumo.

Aún así, la FED contrajo la oferta monetaria en 1928 y 1929 con la finalidad de enfrentar el boom especulativo en la bolsa de valores de Nueva York. La contracción del crédito es suficiente para explicar la caída en la producción y los precios durante la primera fase de la depresión (Temin 1994). Pero, ¿por qué la persistencia? Después de todo, si esa hubiera sido la causa única, entonces la depresión hubiera comenzado años atrás. Aquí aparecen cuatro causas más que explican la propagación de la depresión: la caída de la bolsa de octubre de 1929 ya comentada, la crisis bancaria del Banco de los Estados Unidos, el aumento de aranceles en torno de la ley Smoot-Hawley y el colapso de los precios agrícolas. Sin embargo, ninguno de ellos, de manera aislada es suficiente para explicar la magnitud del colapso. La clave está en el sistema monetario internacional en conjunto, es decir, el patrón oro reformulado.

Hacia 1931, una serie de crisis financieras afectaron a Europa. Austria y Alemania, por ejemplo, exhibían un alto grado de vulnerabilidad debido a la magnitud de sus deudas externas de corto plazo. En el año mencionado, Alemania debía 3000 millones de dólares a corto plazo a Estados Unidos y Gran Bretaña. Como la depresión agotó los flujos internacionales de capitales y originó una caída en los precios, la producción y el

ingreso, los bancos y el gobierno quedaron en una situación más que precaria. El pánico financiero solo era cuestión de tiempo.

En primer lugar, explotó la crisis austriaca, que comenzó como una crisis bancaria, para convertirse luego en fiscal y cambiaria. El *Credit Anstalt*, el principal banco comercial austriaco colapsó en mayo de 1931, luego de una corrida bancaria, que precipitó un ataque especulativo contra el chelín austriaco; el gobierno respondió con la imposición de controles de capitales. En segundo lugar, la crisis húngara. Hungría estaba debilitada por la caída de los precios de las materias primas, pues hacia 1929 los alimentos y las materias primas representaban el 50.9% de las exportaciones del país (James 2003). La crisis fiscal fue la detonante de una salida de capitales, que se manifestó en una corrida bancaria. En tercer lugar, la crisis alemana, que fue la más dramática y extensa de Europa Central. En julio de 1931 cerró el *Banco Danat*, generándose un pánico bancario. Ello fue seguido por un aumento por la demanda por marcos alemanes en junio y julio. El gobierno alemán instituyó controles cambiarios para contener la salida de fondos, restringiendo la venta de oro. Entonces el pánico internacional se expandió a Gran Bretaña y la libra esterlina fue sujeta de fuertes presiones. El Banco de Inglaterra requería de reservas para enfrentar la situación y se endeudó con Estados Unidos y Francia. Sin embargo ello no fue suficiente y en setiembre de 1931, el Banco de Inglaterra anunció la suspensión del patrón oro. De acuerdo con el FMI (2002:110) muestra la recesión en una serie de países en el cuadro 6.

Cuadro 6
La Gran Depresión

País	% del PIB mundial, 1931	Período	Contracción PIB (en %)
Estados Unidos	42.4	1929-1933	-29.4
Alemania	9.5	1928-1932	-26.3
Francia	7.9	1932-1935	-10.4
Italia	5.4	1928-1933	-13.7
Japón	5.1	1930-1933	-14.9
Holanda	2.1	1930-1934	-14.2
Australia	1.4	1926-1931	-24.9

Fuente: FMI (2002), *World Economic Outlook 2002*, April, Washington.

Cuando Reino Unido devaluó la libra esterlina, los inversionistas percibieron que el dólar era el siguiente y procedieron a vender dólares a cambio de oro. La FED elevó las tasas de interés y contrajo la oferta monetaria en un intento de preservar el mecanismo de ajuste del patrón oro, mientras colapsaba en Europa.³⁰ Esta medida intensificó la depresión en Estados Unidos.

Hacia 1932 el sistema monetario internacional estaba dividido en tres bloques (Eichengreen 1996): los pocos países que mantenían el patrón oro, liderados por Estados Unidos, la zona de la libra esterlina (Gran Bretaña y los países que fijaron su

³⁰ El patrón oro fue abandonado a inicios de la década del treinta. Gran Bretaña (1931), Alemania (1933), Estados Unidos (1933), Francia (1936), Japón (1931), entre otros. El patrón de cambios oro había durado desde 1925 (año en que lo adoptó Gran Bretaña) hasta 1931, año en que el mismo país devaluó su moneda.

moneda a la libra) y los demás países de Europa, encabezados por Alemania, que mantenían controles de divisas. Ciertamente, los países que mantenían el patrón oro transitaron hacia déficit comerciales. En ese mismo año, Herbert Hoover fue derrotado en las elecciones presidenciales de Estados Unidos por Franklin Delano Roosevelt debido, en gran medida a las consecuencias macroeconómicas de Hoover de mantener el patrón oro. Lo primero que hizo Roosevelt fue abandonar el patrón oro para detener la deflación.

La conexión entre el patrón oro y la gran depresión no es una coincidencia. Bajo el patrón oro, la respuesta a un déficit comercial era la deflación, es decir, la reducción de los costos y los precios internos; luego entraba en funcionamiento el proceso de ajuste automático y se restauraba el equilibrio externo. Un elemento crítico de este proceso era la reducción de los salarios, el principal componente de los costos. El problema era que el mundo había cambiado con respecto al período 1870-1914. Durante el período posterior a la primera guerra mundial, los salarios ya no eran flexibles hacia la baja. El sindicalismo había crecido y los mercados laborales internos eran más grandes, lo que hacía que el mecanismo de ajuste del patrón oro convencional ya no operara como antes de 1914. Y los gobiernos que seguían la ideología del patrón oro, eran reacios a aplicar políticas expansivas, pues defendían los mecanismos autocorrectivos del sistema monetario.

En síntesis, la Gran Depresión comenzó como una contracción económica, fenómeno que no era la primera vez que ocurría. La recesión se transformó en una depresión por las políticas que acentuaron las fuerzas deflacionarias. Las políticas fueron perversas, pues estaban diseñadas para preservar el patrón oro y no para incentivar el empleo, generándose tensión entre objetivos contrapuestos de política económica. Mantener el patrón oro implicaba contraer el crédito; enfrentar la depresión, aumentarlo. De manera gradual fue ganando terreno la necesidad de políticas monetarias y fiscales más activas.

La Gran Depresión puede entenderse como el capítulo final de la caída de un sistema monetario internacional. A medida que la depresión se acentuó, los gobiernos trataron de proteger sus reservas en oro, a través de la contracción del crédito y la elevación de las tasas de interés para atraer capitales. Como todos tomaron medidas similares al mismo tiempo, el resultado fue el esperable. El fenómeno se expandió por todo el mundo con un enorme costo social.

En realidad, la gran depresión fue una crisis sistémica, un evento global, que demostró la inestabilidad del sistema capitalista como un todo, más allá de los errores puntuales cometidos por la FED. Quedó claro que la mera existencia de los bancos centrales, no era ninguna garantía de estabilidad y que las crisis financieras podían propagar por todo el mundo. El problema estaba en el funcionamiento del sistema monetario internacional y su interacción con los cambios de entorno, posteriores a la primera guerra mundial.

D. El New Deal

El *New Deal* fue el conjunto de programas diseñados por el gobierno de Roosevelt para enfrentar la Gran Depresión. La recuperación económica comenzó en 1933. El PIB mostró reducciones de 8.6%, 6.5% y 13.1% en 1930, 1931 y 1932, respectivamente. Hacia 1933 la caída fue de -1.3% para luego mostrar una reactivación entre 1934 y 1937

(10.9%, 8.9%, 13.0% y 5.1%, respectivamente). En 1938 ocurrió una segunda recesión de -3.4% para luego lograr una recuperación definitiva a partir de 1939. A partir de ese año, el PIB creció a tasas de 8.1%, 8.8%, 17.1%, 18.5% y 16.4% en los años siguientes. De ahí que varios autores señalan que la Gran Depresión terminó con el inicio de la segunda guerra mundial.³¹ No obstante, *la tasa de desempleo mostró registros mayores que 10% entre 1929 y 1941*. Recién en 1942 disminuyó a 4.7% y en 1943 a 1.9% (véase cuadro 5). La recuperación del empleo fue lenta en comparación con la reactivación económica.

En 1932 Franklin Delano Roosevelt fue electo Presidente de los Estados Unidos para el período 1933-1936.³² La recuperación de una crisis de la profundidad y alcance de la Gran Depresión obligaba a un cambio radical en la política económica. De las políticas deflacionarias y actitud pasiva de Hoover, Presidente entre 1929 y marzo de 1933, Roosevelt fue expansionista, intervencionista y agresivo.

El New Deal fue un conjunto de programas implementados por el gobierno de Roosevelt con el objetivo de enfrentar la Gran Depresión. El eje estuvo en tres iniciativas: reformar el sistema bancario, aumentar el control del gobierno en la producción e implementar una red de protección social. Los dos primeros comenzaron en los denominados *cien días de Roosevelt* en 1933, mientras que la tercera apareció durante su segundo mandato, pues el objetivo fue extender los beneficios de la recuperación a toda la población.³³

El sistema financiero estaba colapsado. El 6 de marzo de 1933, Roosevelt decretó un feriado bancario que implicó el cierre de todos los bancos del país hasta que el Departamento del Tesoro revise los estados financieros de cada institución. Solo los bancos solventes, con el apoyo de dinero fresco proveniente del Tesoro, serían reabiertos. Tres días después, el 9 de marzo, envió al Congreso una serie de leyes, que fueron aprobadas entre el 9 de marzo y el 16 de junio, es decir, 99 días. La sesión fue conocida como los *cien días* y marcó el inicio de la recuperación. Además, el feriado bancario generó el tiempo para el anuncio de una nueva política macroeconómica, cuyo eje central era la *reforma del sistema bancario*. En junio de 1933 Roosevelt firmó el acta *Glass Steagall*, conocida también como el Acta Bancaria de 1933. El objetivo era reducir la inestabilidad del sistema bancario y para ello fueron implementadas dos medidas: la separación de la banca comercial de la banca de inversión, cuya unión había conformado grandes instituciones financieras antes de la Gran Depresión y la creación del Fondo de Seguros de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés), que comenzó a funcionar en julio de 1935.

El gobierno aumentó el control en la economía, cuya expresión estuvo en dos leyes: la *National Industrial Recovery Act* de 1933 (NIRA), que creó la *National Recovery Administration* (NRA) y la *Agricultural Adjustment Act* (AAA). La NIRA inducía a

³¹ Romer Christina (1992), "What Ended the Great Depression?", en *The Journal of Economic History*, vol. 52, N° 4, pp. 757-784.

³² Roosevelt sería reelecto tres veces más para los períodos 1937-41, 1941-45 y cuando cumplía su cuarto mandato, falleció en 1945.

³³ La literatura reconoce dos *New Deal*: el primero en los primeros cien días de gobierno de Roosevelt y el segundo asociado a su segundo mandato en 1937.

empleados y empleadores a llegar a acuerdos sobre horas de trabajo, salarios y otras condiciones de empleo en la industria, mientras que la AAA lo hacía en la agricultura.

En el período 1933-1937 el PIB aumentó (véase cuadro 5), pero el desempleo se mantuvo por encima de 15%. Los beneficios del crecimiento no se traducían en una reducción del desempleo. El gobierno implementó medidas redistributivas, como el Acta de Seguridad Social y otras similares, cuyo efecto fue duradero. Estados Unidos cambió con la Gran Depresión. Las reformas bancarias, en especial la introducción del fondo de seguro de depósitos (FDIC) en 1935, generaron un *período de quietud*, sin que existiera un pánico bancario ni una crisis sistémica originada en los Estados Unidos hasta 2007. (Gorton 2009:2).

También existe un debate sobre los factores que terminaron con la Gran Depresión. Romer (1992, 2009), ex-Presidente del Consejo de Asesores Económicos del Presidente Obama (2009-setiembre 3, 2010) señaló en 1992 lo siguiente: “I argue that the rapid rates of growth of real output in the mid- and late 1930s were largely due to conventional aggregate demand stimulus, primarily in the form of monetary expansion”.³⁴ A su vez la expansión monetaria provino del influjo de oro del exterior, debido a la devaluación de 1933 y a la inestabilidad política en Europa. El ingreso de capitales no fue esterilizado por Roosevelt. La mayor oferta monetaria redujo las tasas de interés y estimuló el gasto en inversión. Agrega que “... that monetary developments were very important, whereas fiscal policy was of little consequence even as late as 1942” y concluye que la segunda Guerra mundial ayudó con el fin de la Gran Depresión, pero sus beneficios funcionaron a través de los desarrollos monetarios y no vía la política fiscal.³⁵ De Long y Summers (1988:2) señalan que el único estímulo que contribuyó con la recuperación fue la segunda guerra mundial.

Sin embargo, en 2009, Romer sostuvo que una de las lecciones cruciales de la Gran Depresión fue que pequeñas expansiones fiscales solo originan efectos menores. Dicho de otro modo, la política fiscal no fue tan expansiva como debió serlo. De ahí que diseñó “the biggest and boldest countercyclical fiscal action in history”.³⁶ Además señaló que la expansión monetaria a través de instrumentos no convencionales es útil, aún cuando la tasa de interés de los fondos federales sea cero.

E. Comparaciones entre la Gran Depresión y la Primera Crisis Financiera Internacional del Siglo XXI

Ambas crisis financieras, separadas por ochenta años, invitan a la comparación. Aunque cada evento histórico es único, existen patrones similares que han servido para evitar una repetición de los errores de la década de los treinta.

³⁴ Romer Christina (1992), “What Ended the Great Depression?”, en *The Journal of Economic History*, vol. 52, N° 4, p. 757. La importancia de las afirmaciones de Romer radica en el lugar que ocupó en la administración Obama, cargo al cual renunció por razones familiares.

³⁵ *Ibid.*, p.782.

³⁶ Romer Christina (2009), *Lessons from the New Deal*, Testimony before the Economic Policy Subcommittee Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, March 31, Washington, p.4.

En primer lugar, en ambos casos, la década previa fue de crecimiento y prosperidad. Los *Felices Veinte* y la *Gran Moderación* caracterizaron a las décadas previas de ambas crisis. Dicho de otro modo, el ambiente era propicio para ver el futuro con optimismo y confianza y por ende, para asumir mayores riesgos. Las crisis financieras coinciden con el término de ciclos de expansión, aunque ello no implica que todo ciclo expansivo termine en una crisis.

En segundo lugar, las innovaciones tecnológicas previas que facilitaron las olas consumistas. En los años veinte fueron la masificación del uso de la radio, la televisión, los electrodomésticos y el automóvil, entre otros. En los años noventa los avances en las tecnologías de comunicación y en especial del uso cada vez mayor del internet, aumentó la interconexión entre entidades financieras bancarias y no bancarias.

En tercer lugar, las burbujas especulativas previas. En los años veinte en acciones relacionadas con diversas empresas vinculadas con los avances tecnológicos. En los años noventa, las innovaciones financieras llevaron a subestimar el riesgo de incorporar al mercado a clientes de bienes raíces. El resultado fue el colapso del precio de las viviendas hacia el tercer trimestre de 2006.

En cuarto lugar, el colapso de las bolsas (octubre 1929 y agosto 2007) generó un caos financiero que devino en una corrida bancaria. En el primer caso, fue una corrida *tradicional*. Los bancos comerciales habían prestado a inversionistas que habían comprado acciones que colapsaron en octubre de 1929. Ante ello, procedió una retirada masiva de depósitos. En el segundo caso la corrida *moderna* consistió en un pánico de las entidades que le prestaban a los bancos. Depositantes o acreedores, pero efectos similares.

En quinto lugar, el alcance global de ambas crisis, en particular en las economías avanzadas. En sexto lugar, la resistencia del desempleo a disminuir a pesar del crecimiento. Durante toda la década de los treinta se mantuvo por encima de 15% y recién disminuyó por debajo de 10% a partir de 1941. En la crisis de 2007, la recuperación económica tampoco generó una reducción en el desempleo al mismo ritmo que la recuperación económica.

Temin (2010) señala que ambas crisis fueron el resultado de la interacción entre los desequilibrios previos de la economía mundial y la ideología predominante utilizada para enfrentar los mencionados desbalances. En la Gran Depresión fue el patrón oro, mientras que en la crisis de 2007, la liberalización financiera en un contexto más general de una adherencia al libre mercado. Antes de la Gran Depresión, Estados Unidos fue el principal acreedor del mundo, mientras que en el caso de la crisis de 2007, el principal deudor.

Sin embargo, mientras que en 1929, la FED no respondió como prestamista de última instancia y en lugar de ello contrajo la oferta monetaria dada su adherencia al patrón oro reformulado en 1925, en la crisis de 2007 ocurrió lo contrario, pues el uso de políticas monetarias y fiscales expansivas inundó el mercado de liquidez. De ahí que la recesión haya sido menor. La diferencia central entre ambas crisis está en la respuesta de las autoridades. La pasividad durante los inicios de la Gran Depresión contrasta con la inyección de liquidez desde agosto de 2007, primero vía política monetaria y luego a través de la política fiscal. Eichengreen (2008b) señala que otra lección de la Gran

Depresión es la necesidad de la política fiscal expansiva cuando la tasa de interés determinada por la FED llega a cero.

3.3 Crisis Financieras post 1945

Las crisis financieras ocurren en un contexto determinado, que es analizado en detalle más adelante. El objetivo de este acápite es describir las principales crisis asociadas a burbujas especulativas.

3.3.1 Crisis de los Países Nórdicos

Dinamarca, Finlandia, Noruega y Suecia (países nórdicos) atravesaron una crisis financiera en la década de los ochenta, con similitudes a aquella de 2007. En cada caso, el rápido crecimiento del crédito en un ambiente de liberalización financiera, generó una burbuja inmobiliaria. El estallido de la misma determinó que las instituciones financieras, altamente apalancadas, sufrieran grandes pérdidas y el gobierno tuviera que intervenir. Dada la similitud de los cuatro casos, a continuación veremos una breve descripción del caso de Suecia, en particular por el sistema de resolución adoptado.

La liberalización del sistema financiero en la década de los ochenta sin un adecuado sistema de supervisión y regulación desató un boom crediticio que generó una burbuja inmobiliaria. El resultado fue la duplicación del precio de las viviendas entre 1981 y 1991 y el sobreendeudamiento de las familias. Entre 1987 y 1990 el crédito aumentó de 90% a 140% del PIB. (Calomiris, Klingebiel y Laeven 2004:32). La apertura al movimiento internacional de capitales determinó que las empresas tomaran deuda del exterior, dada la menor tasa de interés.

En 1990 aumentó el costo del crédito externo y en el frente interno la implementación de una política monetaria restrictiva originó una elevación de la tasa de interés. El paso siguiente fue el aumento en el incumplimiento de pagos y embargos de viviendas. La tasa de morosidad por los préstamos aumentó de 0.5% en la década de los ochenta a 11% del total de préstamos en 1993. (Ergungor 2007:7).

El estallido de la burbuja en 1990 llevó a una declinación en el precio de las viviendas de 25% entre 1991 y 1995. La combinación de un sobreendeudamiento familiar con el estallido de la burbuja cobró sus primeras víctimas en 1991. Dos de los bancos más grandes del país, Forsta Sparbanken y Nordbanken, fueron declarados en bancarrota al no poder cumplir con los requerimientos regulatorios de capital (8% de los activos). Ambos requerían de una recapitalización. El gobierno inyectó capital a ambos a través de la compra del 77% de las acciones. Los bancos habían sido nacionalizados. En 1992 el Gota Bank siguió el mismo camino y el gobierno anunció que lo vendería de inmediato. *La burbuja inmobiliaria había desatado una crisis bancaria.* Las pérdidas agregadas de los siete bancos más grandes equivalían a 12% del PIB y los atrasos de pagos al capital total de los bancos. La insolvencia había llevado al colapso del sistema bancario.

La resolución de la crisis sueca es parte de las *mejores prácticas* y un modelo a imitar. (BIS 2009:104). La estrategia consistió en la división de cada banco en dos entidades, una con los activos sanos y otra con los activos malos (denominados tóxicos en la crisis

de 2007). Los primeros quedaron en el *banco original*, mientras que los segundos, en su mayoría hipotecas, fueron asumidas por una agencia de manejo de riesgos (ARM), llamadas Securum para Nordbanken y Retrieve para los demás, es decir, un *banco malo*. Adicionalmente el gobierno garantizó a los acreedores bancarios, pero no a los accionistas.

En diciembre de 1992 el Congreso aprobó el *Bank Support Act*, que autorizó al gobierno a ofrecer garantías por los préstamos, inyecciones de capital, etc. Para implementar el proceso, fue creada la Autoridad de Supervisión Bancaria (*Bank Supervisory Authority*). En 1993, Nordbanken y Gota fueron fusionados manteniendo el primer nombre. Luego fue reestructurado y vendido al sector privado y las dos ARM fueron fusionadas en 1995.

Las AMC tenían como objetivo maximizar el valor remanente de los préstamos transferidos (Calomiris, Klingebiel y Laeven 2004: 33). En la mayoría de casos embargaron la vivienda que luego fueron vendidas a través de ofertas públicas en la bolsa e valores después de 1995, cuando los precios de las viviendas iniciaron su proceso de recuperación. Una vez terminada su labor, la ARM era desactivada. En otras palabras, las ARM vendían los activos tóxicos y recuperaban parte del valor original del activo.

Las lecciones de la resolución de la crisis sueca son las siguientes: en primer lugar el proceso debe ser transparente; el reconocimiento de las pérdidas esperadas es esencial para la preservar la credibilidad del proceso. En segundo lugar, la resolución debe ser liderada por una agencia con independencia política y financiera con amplios poderes sobre los intermediarios financieros, de manera de evitar las presiones de los bancos. En tercer lugar, mantener la disciplina del mercado, es decir, los responsables de tomar decisiones deben asumir los beneficios y los costos de las mismas. En cuarto lugar, la resolución de la crisis bancaria debe estar acompañada de un programa de apoyo al sector real, pues de nada sirve la reparación del sistema financiero si no existen nuevos deudores con capacidad de pago. Dicho de otro modo, la resolución de la crisis bancaria debe ser parte de una estrategia integral que incorpore al sector productivo de la economía.

El BIS (2004:104) señala que el objetivo principal de la resolución de la crisis es la minimización de los costos del caos financiero en términos de pérdida del producto. Sugiere dos principios básicos a partir de la experiencia sueca: en primer lugar, el reconocimiento temprano de las pérdidas bancarias y la intervención rápida. En segundo lugar, la intervención debe ser profunda, es decir, el registro adecuado de las pérdidas, el tratamiento de los activos malos o tóxicos y la recapitalización del sistema.

En síntesis, la experiencia sueca demostró la capacidad de decisión del gobierno de implementar, a través de una agencia independiente, un proceso de nacionalización temporal. El mecanismo fue la creación de un *banco malo* (*bad bank*) encargado de administrar los activos tóxicos, cuyo valor había descendido a niveles ínfimos como consecuencia de la declinación del precio de las viviendas. Los dos elementos críticos eran los criterios para la selección de los activos que serían transferidos al banco malo y la valorización de los activos. (Ostrup, Oxelheim y Wihlborg 2009: 28).

3.3.2 Crisis de Japón

En la década de los noventa Japón experimentó una crisis financiera, luego del estallido de una burbuja inmobiliaria, cuyo antecedente fue un proceso de liberalización financiera en los años ochenta.

La época de oro del crecimiento japonés ocurrió entre 1950 y 1973, en un ambiente regulado. La tasa de crecimiento promedio anual fue 7.4% para luego disminuir a 4% entre 1973 y 1991. (Blanchard 2006:536) De acuerdo con el cuadro 7 el freno de la economía ocurre en la década de los noventa con una tasa de crecimiento de apenas 1% anual. La expresión *crisis de Japón o década perdida* es usada para describir la desaceleración en la producción y la deflación entre 1991 y 2000. (véase cuadro 7)

Cuadro 7
Japón: Indicadores Seleccionados

Año	Variación en el PIB (en %)	Tasa de Desempleo (%)	Tasa de Inflación
1990	5.2	2.1	2.4
1991	3.4	2.1	3.0
1992	1.0	2.2	1.7
1993	0.2	2.5	0.6
1994	1.1	2.9	0.1
1995	1.9	3.1	-0.4
1996	3.4	3.4	-0.8
1997	1.9	3.4	0.4
1998	-1.1	3.4	-0.1
1999	0.1	4.1	-1.4
2000	2.8	4.7	-1.6
2001	0.4	5.0	-1.6
2002	-0.3	5.4	-1.2

Fuente: Blanchard Olivier (2006), *Macroeconomía*, Cuarta Edición, Madrid, p.537.

El inicio de la crisis japonesa ocurrió con el auge y caída de una burbuja especulativa, tanto en bienes raíces como en acciones, entre 1986 y 1991. El *Nikkei 225* es el indicador bursátil que comprende los 225 valores más líquidos de la bolsa de Tokio. La evolución del índice no deja dudas. Mientras que el 30 marzo de 1987 fue de 22,411, el 31 de agosto del mismo año había aumentado a 25,744 y un año después alcanzó 27,117. El 23 de octubre de 1989 cerró en 35,527 y el 13 de febrero de 1990 alcanzó el pico, 37,460, para luego descender gradualmente hasta 16,331 en noviembre de 1992 y 8,451 en enero de 2003. En 2000 el valor del terreno en las seis principales áreas metropolitanas había descendido en 80% con respecto de su valor máximo en 1991.

Los factores detrás de la burbuja fueron los siguientes: comportamiento agresivo de las instituciones financieras, liberalización financiera, inadecuado manejo del riesgo, crédito abundante y exceso de confianza y euforia. (Shiratsuka 2003:4).

Los bancos otorgaron préstamos hipotecarios usando como garantía los bienes raíces. El colapso de la burbuja generó dos efectos: por un lado, como el capital de los bancos

estaba compuesto en parte por acciones, muchos de ellos entraron a una situación de insolvencia; por otro, al disminuir el valor del colateral por debajo del monto del préstamo, lo racional era abandonar la vivienda. El resultado fue una crisis bancaria. En un inicio la respuesta del gobierno fue la provisión de liquidez de emergencia así como el incentivo a la fusión de entidades en problemas. Sin embargo, la crisis se profundizó en 1995-96 ante la quiebra de varias instituciones financieras especializadas en préstamos hipotecarios. En 1996 el gobierno realizó la primera inyección de capital para comprar los activos sin valor o tóxicos de los bancos. La crisis bancaria era sistémica.

En 1998 el gobierno compró el *Long-Term Credit Bank* y el *Nippon Credit Bank*, entidades financieras que no recibían depósitos, pero que compraban las hipotecas para luego revenderlas. Hacia octubre del año mencionado, el gobierno había inyectado liquidez por 495 mil millones de dólares, equivalente al 12% del PIB. La limpieza y recuperación del sistema bancario recién llegó en 2005. (Nanto 2008:3) Había demorado una década la solución de los problemas bancarios, a pesar del nivel mínimo de la tasa de interés determinada por el Banco de Japón (banco central).

Las principales lecciones de la crisis japonesa están relacionadas, en primer lugar, con la lenta respuesta de las autoridades, reflejo de una subestimación de los riesgos del estallido de la burbuja. La idea era esperar que los problemas fueran resueltos por la reducción de la tasa de interés del Banco de Japón y el crecimiento económico posterior. En segundo lugar, la inyección de capital a las entidades financieras bajo distintos mecanismos, comprando activos tóxicos, es decir, los préstamos hipotecarios sin valor. En tercer lugar, las pérdidas bancarias fueron compartidas por el gobierno y los bancos. En cuarto lugar, el estallido de la burbuja inmobiliaria generó peores efectos que el colapso de la burbuja en el mercado de acciones. Nanto (2008:6) considera que la lenta repuesta gubernamental en política fiscal, monetaria y resolución de los problemas bancarios fue determinante para la década perdida.

3.3.3 Crisis en Economías Emergentes: De México (1994) a Argentina (2001)

La década de los noventa fue testigo de una serie de crisis en los mercados emergentes. México (1994), Asia Oriental (1997), Rusia (1998), Brasil (1999) y Argentina (2001), entre otras, fueron víctimas de salidas de capitales y ataques especulativos. Las crisis combinaron problemas de pago de deuda con crisis cambiarias.

La crisis de Asia Oriental ocurrió a pesar de los equilibrios macroeconómicos.³⁷ El equilibrio fiscal, el tipo de cambio estable, las altas tasas de ahorro y crecimiento caracterizaron a los principales países afectados (Tailandia, Malasia, Indonesia, Corea y Filipinas), por lo que no tiene precedentes en la historia de las crisis financieras. La región había sido un ejemplo de crecimiento con equidad durante varias décadas y fue conocida como el *milagro asiático*. Sin embargo, la liberalización financiera de inicios de la década de los noventa permitió que los bancos tomaran deuda del exterior en dólares y prestaran en el interior en moneda nacional. En tipo de cambio pasaba a jugar un rol crucial. Los temores de insolvencia ante el crecimiento desproporcionado de la

³⁷ Parodi Trece Carlos (2009), *Globalización y Crisis Financieras Internacionales*, cuarta reimpression, Universidad del Pacífico, Centro de Investigación, Lima, capítulos V y VI.

deuda privada generaron un retiro de capitales que elevó los tipos de cambio, que habían mantenido su estabilidad durante décadas. Los efectos sobre los niveles productivos fueron inmediatos y cuatro de los cinco países mencionados (Malasia fue la excepción) recurrieron al FMI e implementaron costosos programas de ajuste a cambio de liquidez para pagar sus deudas con el exterior, la mayoría de las cuales habían sido asumidas por el gobierno. La lección que quedó fue que la globalización financiera, manifestada en la libre movilidad de capitales privados tiene riesgos, más aún si el sistema financiero no está preparado, en términos de regulación. La liberalización financiera procede previo fortalecimiento de la regulación y supervisión bancaria.

Rusia declaró la moratoria de su deuda externa privada y pública en agosto de 1998, bajo el argumento que el principal mercado de destino de las exportaciones era Asia Oriental, que estaba en crisis. El déficit fiscal existente, gran parte heredado de la desaparecida Unión Soviética fue uno de los problemas centrales. Los economistas utilizaron el sustantivo *contagio*, para indicar el efecto de una crisis sobre otra. El canal de contagio podía aparecer por el lado financiero, como los efectos de la crisis rusa sobre América Latina, o por el lado comercial como el impacto de la crisis de Asia Oriental sobre América Latina. Brasil (1999) por un problema fiscal y Argentina (2001), por la ruptura de la caja de conversión fueron los siguientes actores. Argentina quedó con un problema de deuda externa de proporciones.³⁸

3.3.4 La Burbuja de las Acciones Tecnológicas en Estados Unidos

Entre 1995 y 2000 se desarrolló la mayor burbuja bursátil de la historia de los Estados Unidos.³⁹ El ciclo de auge y caída estuvo centrado en las acciones de empresas relacionadas con la tecnología de la información, conocidas como las *punto com*, y en torno de la difusión del internet. Shiller (2001:6) lo denominó el *boom del milenio*, luego de analizar datos entre enero de 1871 y setiembre de 1999.

La década de los noventa fue una etapa de prosperidad para los Estados Unidos. Hacia 1995 la aparición de internet determinó que las acciones de las empresas dedicadas al rubro de la tecnología de la información y similares, experimentaran un auge.⁴⁰ ⁴¹ El uso cada vez más extendido de las computadoras personales generó una euforia especulativa, típica de las burbujas. El *negocio* era comprar acciones de las empresas relacionadas con la tecnología de la información, por el aumento permanente en sus precios. Por ejemplo, la acción de *Theglobe.com* comenzó a cotizarse en la bolsa el 13 de noviembre de 1998 a US\$ 9 dólares la acción. En la tarde del mismo día estaba en US\$ 63.50 dólares. En un día la bolsa aumentó el valor de la empresa en más de cinco mil millones de dólares, a pesar que solo había reportado ganancias de 2.7 millones de dólares en los tres primeros trimestres del año. Tres años después se declaró en bancarrota. (Fleckenstein 2009:53)

³⁸ El caso argentino puede consultarse en, Parodi Trece Carlos (2003), *La Crisis Argentina. Lecciones para América Latina*, Universidad del Pacífico, Centro de Investigación, Lima.

³⁹ La segunda fue la ocurrida en la década de los veinte.

⁴⁰ Las acciones relacionadas con internet fueron conocidas como *punto com*.

⁴¹ Internet apareció en febrero de 1994. El uso masivo comenzó en 1997. La mayor cantidad de usuarios es parte de la explicación de la euforia de los inversionistas. La coincidencia de años no es casual.

El impacto del avance tecnológico sobre la productividad sirvió de argumento para justificar la denominada *nueva economía* y la creencia de que los precios mantendrían la tendencia al alza.⁴² El entusiasmo de los inversionistas fue calificado como una *exuberancia irracional* por Alan Greenspan, en un discurso en diciembre de 1996 en el American Enterprise Institute.⁴³

La aparición de las computadoras personales alteró de manera dramática el panorama de la inversión. Fleckenstein (2009:29) señala que “ello posibilitó a las masas a creer que tenían el completo control sobre sus elecciones de inversión y las llevó a confundir información con conocimiento, una combinación peligrosa”. El resultado fue una explosión de las personas que utilizaban internet. La población podía ver en una pantalla la riqueza que podían lograr a través de la compra de acciones. Mientras tanto, la FED mantenía la idea que el aumento en el precio de las acciones tecnológicas era un reflejo del impacto positivo de la tecnología sobre la productividad y por ende era racional el comportamiento comprador. En otras palabras, las autoridades sostenían que el auge de la bolsa de valores estaba explicado por los fundamentos, como por ejemplo, el aumento futuro de los dividendos de las empresas relacionadas con la tecnología y no por la especulación.

Shiller (2001) lista doce factores que explican la aparición de la burbuja. Todos ellos contribuyeron con la alteración del comportamiento de los agentes económicos, es decir, con la *sicología del comprador*, que lo llevó a comprar acciones sin tener mayor preocupación de los fundamentos de las mismas. En primer lugar, la aparición de internet en un período de sólido crecimiento de los beneficios de las empresas. Internet apareció en 1995, pero su uso masivo ocurrió a partir de 1997. En simultáneo los beneficios corporativos aumentaron 36% en 1994, 8% en 1995 y 10% en 1996. Los dos hechos no estaban relacionados entre sí, pero el imaginario popular los conectó. Lo que interesa para la burbuja no es el impacto real del internet, sino la *impresión pública* generada por la innovación tecnológica.

En segundo lugar el triunfalismo del occidente. El colapso de la Unión Soviética, la caída del muro de Berlín y la gradual apertura de China, incrementó la confianza en el sistema capitalista, cuyo reflejo fue la bolsa de valores. Las crisis en otros países, como la de Asia Oriental en 1997, acrecentaron el mismo sentimiento, pues fueron percibidas como una debilidad. En tercer lugar, el cambio cultural a favor de la empresa. El auge de la burbuja estuvo acompañado por una elevación de los valores materialistas. La bolsa de valores fue percibida como una opción para acumular riquezas. El empresario exitoso era más valorado que un científico o un artista. El individualismo dominaba a la solidaridad. En cuarto lugar la reducción de impuestos a las ganancias de capital de 28% en 1994 a 20% en 1997. En 1994 el senado tenía mayoría republicana, cuyo comportamiento típico es más favorable a la clase empresarial, en términos relativos, que la posición demócrata. La creencia de futuros recortes tributarios y otras exenciones pudo tener un impacto favorable en el mercado de acciones. En quinto lugar, la percepción de los efectos en el mercado del *baby boom*. Luego de la segunda guerra mundial, hubo un aumento sustancial en la tasa de nacimientos en los Estados Unidos, que décadas después generó un problema en la seguridad social, pues llegaría un

⁴² La expresión *nueva economía* alude a una economía basada en el conocimiento. La aplicación de los avances tecnológicos generaron la creencia que la economía podía crecer de manera sostenida y permanente.

⁴³ Alan Greenspan fue Presidente de la Reserva Federal entre 1987 y 2006.

momento en que el número de aportantes al sistema sería menor que el número de jubilados. Por un lado, los *baby boomers* podían competir entre ellos por comprar acciones como una alternativa a la seguridad social y por otro, en la década de los noventa tenían entre 35 y 55 años. El aumento en la demanda por bienes y servicios generó un impacto positivo en la bolsa. Mayor gasto significa mayores beneficios para las empresas.

En sexto lugar, la información de los medios sobre la evolución de los negocios. Los canales de televisión y los suplementos periodísticos relacionados con las finanzas aumentaron, hechos que incrementaron la demanda por acciones. En séptimo lugar, los pronósticos optimistas de los analistas o expertos. La mayoría recomendaba la compra de acciones. En octavo lugar, la expansión de los planes de pensiones. Los fondos de pensiones compraban acciones y los individuos observaban como aumentaba su pensión de jubilación, por lo que solicitaban una mayor compra de acciones en la bolsa. En noveno lugar, el crecimiento de los fondos mutuos. Mientras que en 1982 había 340 fondos mutuos, en 1998 habían aumentado a 3513. Los fondos mutuos invertían en bolsa y durante el auge de la burbuja experimentaron ganancias, lo que volcó la atención hacia el mercado de acciones. En décimo lugar, la declinación de la inflación. El boom de las acciones coincidió con una reducción de la inflación, que en la percepción de la población, es un termómetro de la situación económica. La estabilidad reduce la aversión al riesgo y aumenta la inversión bursátil, como un reflejo de la confianza de los individuos. El penúltimo factor fue la expansión del volumen comerciado en la bolsa, que aumentó el interés por la misma. Por último, el aumento de las apuestas. Mientras que en 1975 existían trece loterías estatales, en 1999 habían aumentado a 37. Del mismo modo aumentó el número de casinos. Ello tuvo un efecto sobre la cultura y las actitudes de los individuos con respecto a la toma de riesgos.

Los factores descritos precipitaron el boom en el mercado de acciones. Shiller (2001:43) señala lo siguiente: “Economists have certainly made progress in understanding financial markets, but the complexity of real life continues to prevail”.

La evolución de la bolsa puede medirse a través de distintos indicadores. Uno de los más usados es el Dow Jones, índice bursátil que representa un promedio ponderado de los precios de las acciones de las treinta principales empresas del país. De un valor de 3600 puntos en 1994 aumentó a 11000 en 1999 y 11700 a inicios de 2000, es decir, un incremento de 225% en seis años. En el mismo período el ingreso personal aumentó menos de 30% y los beneficios de las empresas en 60%. El aumento reflejaba el comportamiento de los inversionistas sin un respaldo en información fundamental respecto de su valor.

Otro indicador bursátil es el NASDAQ,⁴⁴ que lista las acciones de las empresas de alta tecnología en electrónica, informática, telecomunicaciones, etc. El índice tenía un valor de 100 en 1995 y aumentó a 2000 en diciembre de 1998 y alcanzó 5132 puntos en marzo de 2000, un crecimiento de 5132% en cinco años. En diciembre de 2000 había descendido a 2471 y a 1108 en octubre de 2002, nivel similar al de agosto de 1996. La burbuja tecnológica había colapsado. Algunos ejemplos son ilustrativos. Intel, la compañía de semi-conductores más grande del mundo, alcanzó un valor de mercado de US\$ 430 mil millones de dólares a mediados de 2000 para disminuir a US\$ 76 mil

⁴⁴ NASDAQ (National Association of Securities Dealers) es la bolsa de valores automatizada más grande de los Estados Unidos.

millones en octubre de 2002. Cisco, dedicada al diseño y venta de tecnología de las comunicaciones redujo su capitalización de US\$ 470 en marzo de 2000 a US\$ 51 mil millones en octubre de 2002. Las pérdidas acumuladas entre marzo de 2000 y octubre de 2002 fueron cercanas a diez billones de dólares o US\$ 33,000 dólares por cada habitante del país. En términos más generales los indicadores bursátiles en octubre de 2002 habían recuperado los niveles de 1996. (Baker 2009:45)

El estallido de la burbuja no estuvo asociado a una crisis bancaria, debido al bajo nivel de apalancamiento de los inversionistas. El sector real de los Estados Unidos experimentó una ligera recesión en 2001. En términos oficiales, la *National Bureau of Economic Research* (NBER), entidad encargada de la comunicación oficial de las recesiones, anunció que la misma duró ocho meses, entre marzo y noviembre de 2001.

La crisis de las acciones tecnológicas contiene los elementos de una burbuja especulativa típica. La innovación (la aparición de internet), la prosperidad económica previa (la tasa de desempleo fue menor que 6% desde 1993), la euforia especulativa (la evolución de los indicadores de la bolsa de valores de Nueva York), la justificación (la nueva economía) y el estallido en marzo de 2000. La diferencia fundamental con la crisis inmobiliaria de 2007, fue el bajo nivel de apalancamiento. La burbuja no comprometió al sistema financiero por lo que no originó una crisis bancaria, pero sí una recesión moderada entre marzo y noviembre de 2001.

4. Sistemas Monetarios Internacionales: Una breve historia⁴⁵

Las crisis financieras han ocurrido a lo largo de la historia dentro de un sistema monetario determinado. Una mejor comprensión de las mismas requiere de breve revisión de la historia de los sistemas monetarios

Desde 1870 el producto mundial ha crecido a una tasa promedio de 3% anual, con interrupciones debido a las guerras mundiales y a los efectos de las crisis financieras. La aceleración de la globalización financiera ocurrió en dos períodos: entre 1870 y 1914 y desde 1980 en adelante; la tendencia hacia la mayor integración financiera fue interrumpida por las dos guerras mundiales y la Gran Depresión. El grado de integración financiera, medido a través del stock de activos financieros externos como proporción del PIB global es un reflejo de la tendencia anterior. En 1870 representó 7% del PIB global, para alcanzar un máximo de 20% en 1914; en 1945 disminuyó a 5%, para luego aumentar a 25% en 1980 y 57% en 2000. Una tendencia similar se observa en los pasivos externos. (Bordo 2000 y Obstfeld y Taylor 2002).

El rasgo distintivo de la primera ola globalizadora (1870-1914) fue la *libre movilidad de capitales*. El sistema monetario era el *patrón oro*. El período comprendido entre 1914 y 1945 revirtió el marco anterior, pues fue un período donde proliferaron los controles de capitales y la consecuente disminución de los flujos internacionales de capitales. Los acuerdos de *Bretton Woods* de 1945, definieron un sistema de tipos de cambio fijos y controles a los movimientos privados de capitales. El sistema de *Bretton Woods* llega a

⁴⁵ Esta sección está basada en Parodi Trece Carlos (2008), *Globalización: ¿De qué y para qué? Lecciones de la Historia*, Lima, segunda reimpression, Universidad del Pacífico, Centro de Investigación, cap III.

su fin en 1971. Los dos choques petroleros de la década del setenta generaron una desaceleración de la economía mundial. La característica a partir de los años ochenta fue la desregulación y por ende la profundización de la *libre movilidad de capitales*, en medio de un aumento de las innovaciones en la ingeniería financiera.

El análisis del desarrollo de los mercados internacionales de capitales es indesligable de la evolución del sistema monetario internacional. Como sugiere Eichengreen (1996), “Los países tienen dificultades para explotar eficientemente las ventajas del comercio exterior si no existe un mecanismo monetario internacional que funcione debidamente”.⁴⁶ Tanto el sistema monetario como el financiero son funcionales al comercio mundial. De ahí que no sorprenda que una crisis financiera impacte de manera negativa sobre el producto, el empleo y el comercio internacional.

4.1 La Primera Ola Globalizadora: 1870-1914

El primer sistema financiero global apareció durante el período del patrón oro, es decir, entre 1870 y 1914, etapa conocida como la primera ola globalizadora. Antes del siglo XIX, el alcance geográfico de las finanzas globales era limitado. De manera gradual y al compás de la revolución industrial, Londres y Ámsterdam asumieron el rol de centros financieros mundiales.

Hacia 1870 Gran Bretaña era el principal exportador de capitales (62.0% del total mundial), seguido por Francia y Holanda. Hacia fines del siglo XIX, la aparición de Alemania (13.6% del total mundial en 1885) y de los Estados Unidos, le restaron protagonismo a Gran Bretaña. No obstante, hacia 1914, el 44.0% del total de las inversiones mundiales provenían de ese país. Así, durante el siglo XIX, Gran Bretaña fue el *banquero del mundo* y Estados Unidos era una nación deudora, similar posición a la ocurrida en la primera década del siglo XXI.⁴⁷ En 1914, los principales receptores de la inversión fueron América (43.6% del total), Europa (24.4%) y Asia (17.7%). Dentro de América, destacaron Estados Unidos, Canadá, Argentina, Brasil y México.⁴⁸

Hacia 1913 el volumen de los flujos internacionales de capital representó el 5% del PIB de los países exportadores de capital. (Bairoch y Kozul-Wright 1996) Europa Occidental fue la principal fuente de exportación de capitales. De US\$ 6 billones de dólares en 1874 aumentó a US\$ 14 billones en 1914. En el caso particular de Gran Bretaña, como proporción del PBI, la exportación de capitales aumentó de 4% en 1870 a 9% en 1914.

En la medida que los mercados financieros son intensivos en información, las tecnologías de la comunicación jugaron un rol clave. La integración de los mercados de capitales supone la existencia de recursos para saber, con algún grado de certeza, qué va

⁴⁶ Eichengreen Barry (1996), *La Globalización del Capital. Historia del Sistema Monetario Internacional*, Antoni Bosch editor, Barcelona, p. 3.

⁴⁷ Obstfeld Maurice y Alan Taylor (2002), *Globalization and Capital Markets*, NBER, Working Paper N° 8846, Cambridge, p.19.

⁴⁸ Held David, McGrew Anthony, Goldblatt David y Jonathan Perraton, (1999), *Global Transformations: Politics, Economics and Culture*, Polity Press, Cambridge, p.194, cuadro 4.2.

a pasar con ese capital. Los mercados pudieron integrarse gracias a los progresos de las comunicaciones. En 1866 comenzó a operar el primer cable transatlántico. Antes del mismo, el traslado de la información de Londres a Nueva York tomaba tres semanas; a partir del uso del cable, el tiempo se redujo a un día (Bordo, Eichengreen e Irwin 1999). Los ferrocarriles abrieron el camino hacia el interior de los continentes, ampliando los mercados nacionales. La navegación a vapor conectó puertos remotos.

Aún así, las dificultades para procesar la información, como por ejemplo la diferenciación entre altos y bajos riesgos, elevaba la aversión al riesgo por parte de los prestamistas. En parte esto explica por qué la mayoría de los flujos de capitales en la forma de préstamos estuvieron orientados a la construcción de ferrocarriles, pues el monitoreo de la inversión era menos compleja; además, los migrantes proveían información a los países centrales.

Uno de los rasgos distintivos fue la libre movilidad de capitales privados. La mayoría de ellos estaban concentrados en préstamos para la construcción de ferrocarriles. Desde el punto de vista macroeconómico, esto implicaba un superávit en la cuenta de capitales de la balanza de pagos de los países receptores, que financiaba el déficit en la cuenta corriente o brecha externa. Antes de 1914 la brecha externa, como proporción del PIB, fue alta en Australia, Canadá y Argentina.⁴⁹ Dicho de otro modo, el exceso de capitales de los países centrales era dirigido al resto de países, los que a su vez, utilizaban los recursos para distintas obras de infraestructura y para importar bienes.

¿Cómo explicar el nivel y la persistencia de los flujos de capitales antes de 1914? El principal factor fue el *patrón oro*, sistema monetario que se extendió por buena parte del mundo a partir de la década de 1870s y facilitó la integración financiera por la credibilidad que generaba. El patrón oro fue adoptado por la mayoría de países europeos como consecuencia de la revolución industrial. Gran Bretaña, cuna de la revolución industrial, ya tenía al patrón oro como sistema monetario. La industrialización convirtió al país que ya tenía el patrón oro, en la potencia económica del mundo. Esto incentivó al resto de países a seguir el ejemplo británico; Alemania adoptó el patrón oro en 1871 generando una reacción en cadena (Eichengreen 1996). Vistas las cosas así, el patrón oro no fue el resultado de un plan, sino una respuesta espontánea ante el uso del mismo en Gran Bretaña y Alemania.⁵⁰ En paralelo aparecieron los bancos centrales o la extensión de las facultades en los ya existentes.⁵¹

Los sistemas monetarios no aparecen por casualidad. En el caso del patrón oro, existía un clima intelectual en el cual, los gobiernos le otorgaban prioridad a la estabilidad de las monedas y los tipos de cambio por encima de otros objetivos.

Bajo el patrón oro, cada país establecía el valor de su moneda en términos de una cantidad de oro, es decir, fijaba el tipo de cambio. En la medida que todos los países

⁴⁹ De acuerdo con Bordo (2000), la brecha externa promedio de los países importadores de capital, durante la primera ola globalizadora fue de 3.9% del PBI.

⁵⁰ El sistema monetario implementado a partir de 1945 sí fue el resultado de un *plan*, esbozado en la conferencia de Bretton Woods.

⁵¹ El primer banco central fue el Risbank de Suecia, creado en 1688, pero hasta mediados del siglo XIX no podía funcionar propiamente como un banco central pues no tenía el monopolio de la emisión, función que recién adquirió en 1904. El primer banco central *real* fue el Banco de Inglaterra, que fue creado en 1694, pero asumió sus funciones básicas recién en 1844. Luego aparecieron los de Francia (1848), Bélgica (1851), España (1874), Portugal (1891), Alemania (1905), Suiza (1907) e Italia (1926).

hicieran lo mismo, quedaban fijados los tipos de cambio entre las diferentes monedas.⁵² En simultáneo, la convertibilidad de las monedas y billetes en oro era garantizada por los gobiernos y existía amplia libertad para exportar e importar oro. La oferta monetaria estaba constituida por billetes y monedas (no todas de oro). Cuando un banco recibía depósitos sabía que a partir de ese momento debía estar en capacidad de *convertir* los billetes en oro. De ahí que los bancos fueran cautelosos con la emisión, pues trataban de mantener una relación sensata entre la cantidad de dinero emitida y sus propias reservas de oro. De esta manera, la cantidad de dinero que circulaba en cada país, es decir, la oferta monetaria, dependía de la cantidad de oro que mantenía cada autoridad monetaria.⁵³ A mayor cantidad de oro, mayor oferta monetaria y viceversa. Pero, como el sistema bancario era de reservas fraccionarias, la relación se *desafiaba*, convirtiéndose así en el *talón de Aquiles* del patrón oro.⁵⁴

Ahora bien, conviene precisar que a comienzos del siglo XX solo cuatro países, Gran Bretaña, Alemania, Francia y Estados Unidos, tenían un patrón oro puro, en el sentido que el dinero que circulaba al interior de los mismos estaba conformado por monedas de oro.⁵⁵ Como además circulaba papel-moneda y monedas fraccionarias, mantenían oro adicional en sus bancos centrales para poder *convertir* en cualquier momento el dinero circulante en oro.

El mecanismo de funcionamiento del patrón oro era como sigue: los exportadores recibían el pago en moneda extranjera; luego lo convertían a oro al tipo de cambio fijo y cambiaban el oro por moneda nacional, también a una tasa cambiaria fija. Por lo tanto, una exportación implicaba una importación de oro. En simultáneo, cada vez que un importador compraba bienes del extranjero, pagaba exportando oro. De esta manera, un país con un déficit en la balanza comercial experimentaba una salida neta de oro y viceversa, un país con un superávit comercial experimentaba una entrada neta de oro.

Supongamos un país con un déficit en la balanza comercial. La salida neta de oro, ponía en funcionamiento un mecanismo de ajuste automático. Como circulaba menos dinero, es decir monedas de oro, ocurrían dos efectos. Por un lado, los precios internos bajaban (deflación) y ello abarataba sus exportaciones (los bienes eran más baratos con relación a otros países). Como consecuencia aumentaban las exportaciones y disminuían sus importaciones, hasta que desaparecía el déficit comercial inicial. El proceso ocurría a la inversa en el caso de países con superávit en la balanza de pagos. Por otro, aumentaba la tasa de interés, por la menor cantidad de dinero en circulación. Las mayores tasas de interés encarecían el crédito interno, pero atraían capital extranjero, lo que aceleraba la corrección del desequilibrio inicial. Este mecanismo de ajuste automático fue formulado por primera vez, por David Hume en 1752, bajo el nombre *flujo en especie-precio*.

⁵² La onza de oro era convertible en 20.67 dólares en Estados Unidos y en 4.2474 libras esterlinas en Gran Bretaña. Como consecuencia cada libra valía 4.8665 dólares, pues la libra contenía como respaldo más oro que el dólar.

⁵³ Mediante esta idea, el patrón oro limitaba las posibilidades de crear moneda de manera autónoma, así como la irresponsabilidad fiscal. Era una especie de “certificado de buena conducta” de manera de alentar los movimientos internacionales de capitales.

⁵⁴ En un sistema bancario de reservas fraccionarias, los bancos no requieren mantener *guardada* una cantidad de dinero igual al total de los depósitos, sino una parte de ellos, que depende del encaje (coeficiente de reserva); el resto lo prestan y así *crean dinero*. Si por el contrario el sistema bancario no fuera de reservas fraccionarias, entonces los bancos recibirían depósitos y mantendrían en reservas el 100% de los mismos, con lo cual no prestarían nada y por lo tanto *no crearían dinero*.

⁵⁵ En Estados Unidos, recién en 1900 se aprobó la ley del patrón oro (*Gold Standard Act*).

Ciertamente la desventaja del mecanismo estaba en que la deflación venía precedida por una recesión, es decir, una caída en el nivel de la actividad económica.⁵⁶

El modelo de Hume fue ampliado a fines del siglo XIX debido al crecimiento de los movimientos internacionales de capitales, que sobrepasaron a los cambios en la balanza comercial. Eichengreen (1996) sostiene que Hume no había dicho nada sobre los determinantes de estos movimientos, como las tasas de interés y las actividades de los bancos centrales y comerciales. Por ejemplo, si Gran Bretaña tenía un déficit comercial con Francia, podía pagar el exceso utilizando libras esterlinas. Como los franceses no podían usar las libras esterlinas, las convertirían en oro en el Banco de Inglaterra. Luego, usaban ese oro para convertirlo en francos franceses. Este proceso disminuía la oferta monetaria en Inglaterra, pues había tenido que entregar oro a cambio de las libras esterlinas en manos de los franceses, y generaba deflación en Inglaterra, con lo cual se mantenía el mecanismo de ajuste de Hume. El proceso era más complejo, aunque la única diferencia con la formulación inicial, era que la oferta monetaria que iniciaba el proceso no estaba en oro, sino en papel moneda.

A partir de aquí, se introducen otros elementos. Si un país mostraba un déficit comercial y como consecuencia perdía oro, el banco central podía intervenir para acelerar el ajuste de la oferta monetaria. El banco central podía reducir la oferta monetaria, por ejemplo, a través de la venta de activos financieros internos. Así aceleraba la caída de los precios, es decir la deflación, y eliminaba más rápidamente el déficit externo, sin que tuvieran que producirse movimientos de oro, al menos no en la misma magnitud.

Aunque este proceso teórico no siempre se cumplió, entre otras razones por la poca flexibilidad de los precios hacia la baja, la adherencia al patrón oro brindó la señal de que, tanto los deudores como los acreedores, operaban bajo las mismas reglas de juego.⁵⁷ La base del sistema radicaba en que los gobiernos otorgaban prioridad al mantenimiento de la libre convertibilidad. Puesto de otro modo, nadie dudaba de la libre convertibilidad (la capacidad de una moneda de intercambiarse libremente por oro), ni tampoco del nivel del tipo de cambio fijado, que se usaría para convertir las monedas en oro. Bajo esta presunción de alta credibilidad, los movimientos de capitales no enfrentaban ningún riesgo y se movían de un lugar a otro en función de los cambios en las tasas de interés; no existían dudas de que los responsables harían lo que fuera necesario para defender las reservas de oro del banco central y mantener la convertibilidad de la moneda; es por esta razón que el patrón oro generó la confianza suficiente para facilitar la libre movilidad de capitales y por ende la integración financiera entre 1870 y 1914. Eichengreen y Temin (1997) aluden a un discurso llevado hasta el límite: “Gold was moral, principled and civilized; managed money the opposite. The former was preserved by deflation, and the rethoric of deflation was to cut wages”.⁵⁸

Lo que queda claro es que bajo el patrón oro, los países no podían devaluar ni expandir la oferta monetaria para estimular la demanda interna. La única forma de reducir precios

⁵⁶ En términos más simples, la salida neta de oro provocaba una recesión y una deflación. De esta manera, el ajuste bajo el patrón oro implicaba sacrificar metas internas para lograr el equilibrio externo.

⁵⁷ Las reglas de juego no estaban escritas, pero los países afectados estaban en la obligación de respetar.

⁵⁸ Eichengreen Barry y Peter Temin (1997), *The Gold Standard and the Great Depression*, NBER, Working Paper N° 6060, Cambridge, p.3.

era disminuir los costos de producción, dentro de los cuales el salario era el más relevante.

Pero, ¿qué pasaba si un país decidía elevar su tasa de interés para atraer capitales? Ello debilitaba las reservas de oro de los países de donde provenía el oro y por lo tanto, podían verse forzados a seguir el mismo camino, es decir, elevar sus tasas de interés, desencadenándose así una sucesión de aumentos simultáneos en las tasas de interés. Eichengreen (1996) subraya aquí un elemento de solidaridad internacional. Por ejemplo, si un banco central bajaba su tasa de interés, y los demás no hacían lo mismo, el primero perdería reservas, colocando en riesgo la convertibilidad. “Surgió entonces la convención de seguir al líder. El Banco de Inglaterra, que era el banco central más influyente en su época, indicaba la necesidad de actuar y su tipo de descuento servía de foco de atención para la armonización de sus medidas. Siguiendo su ejemplo, los bancos centrales de los diferentes países coordinaban los ajustes de las condiciones crediticias mundiales”.⁵⁹

No obstante, el hecho que la recesión y la deflación eran las claves para que se desencadene el proceso de ajuste automático, implicaba un alto costo social. De ahí que los países comenzaran a buscar mecanismos no recesivos para lograr el equilibrio externo, como el proteccionismo, las restricciones a los movimientos internacionales de capitales, etc. De hecho, en situaciones de recesión y deflación, los trabajadores (que veían que sus salarios disminuían) eran los más perjudicados. Sin embargo, no estaban en la posición adecuada para hacer escuchar su voz.

En síntesis, durante el período 1870-1914 predominó la libre movilidad de capitales y fue la primera ola de la globalización financiera. El patrón oro tuvo un rol fundamental, en tanto generó la credibilidad necesaria para que los capitales se desplacen de un lugar a otro sin riesgos. Más aún, la libre movilidad de capitales era fundamental para mantener el mecanismo de ajuste del esquema monetario. En simultáneo, Gran Bretaña fue el eje del sistema y Londres se convirtió en el centro financiero mundial.

El patrón oro, como sistema monetario internacional, enfrentaría su *peor pesadilla* con la primera guerra mundial. Como se verá en el acápite siguiente, su reconstrucción, aunque en otra versión ocurrió hacia 1925, pero con una duración efímera. El mundo había cambiado y el patrón oro era inviable por las mismas rigideces que lo caracterizaron.

4.2 La Desintegración Financiera: 1919-1945

La primera guerra mundial generó el colapso del sistema monetario basado en el patrón oro clásico, pues la mayoría de países suspendieron la convertibilidad de sus monedas en oro. El patrón oro fue abandonado por Alemania (1914), Estados Unidos (1917), Francia (1914), Japón (1917), Reino Unido (1914), etc. El estallido de la guerra detuvo los créditos provenientes de Londres y la resultante fue un caos financiero, pues una serie de países declararon una moratoria de pagos de deuda o impusieron controles cambiarios.

⁵⁹ Eichengreen Barry (1996), *op.cit.*, p.47.

El oro fue un recurso fundamental para comprar en el exterior el material necesario para afrontar la guerra. Diversos gobiernos implementaron una serie de reglamentaciones que impedían la exportación de oro. Más aún, el abandono del patrón oro llevó a que los gobiernos emitieran papel moneda para financiar las actividades bélicas, sin respaldo en oro; el resultado fue una cadena de hiperinflaciones en diversos países, como Austria, Alemania, Hungría y Polonia. La libre movilidad de capitales quedó restringida. La indisciplina monetaria y fiscal fue la norma. La guerra también incorporó un elemento geopolítico, pues fortaleció el poderío económico de Estados Unidos y Japón. Las potencias europeas se debilitaron por los daños de la guerra y la pérdida de activos extranjeros.

Antes de la primera guerra mundial, Estados Unidos era un país deudor, similar a otros países en desarrollo, que tomaba capital de las potencias europeas para explotar sus recursos naturales. La guerra generó una reversión, pues los gobiernos europeos financiaban sus gastos con préstamos de Estados Unidos, quien, a través del tesoro, compraba bonos de largo plazo emitidos por los aliados. Europa requería de capital fresco para proceder a la reconstrucción, pues había quedado devastada por la guerra. De este modo, Estados Unidos cambió de rol, pues pasó de deudor a acreedor y de manera gradual reemplazó a Gran Bretaña como el principal prestamista para los países en desarrollo, es decir, asumió el rol de nuevo banquero del mundo.

La fluctuación de los tipos de cambio,⁶⁰ la emisión descontrolada y las hiperinflaciones, originaron que la reconstrucción europea, posterior a la primera guerra mundial, fuera en gran parte, monetaria. El mundo se había quedado sin un sistema monetario internacional. Había que buscar soluciones al desorden financiero de la postguerra en Europa. Las bases quedaron sentadas en las Conferencias Internacionales de Bruselas (1920) y Génova (1922). A partir de las mismas se estableció que el retorno al patrón oro era altamente deseable y que para lograrlo, la condición previa era la estabilización fiscal y monetaria.

La restauración del patrón oro ocurrió en torno de un plan liderado por Gran Bretaña y diseñado en la Conferencia Monetaria Internacional de Génova de 1922. Quedaron planteados los siguientes objetivos: convertibilidad al oro, creación de bancos centrales independientes, disciplina en la política fiscal y cooperación sostenida de los bancos centrales en la administración del sistema. Sin embargo, ya no se trataba del patrón oro clásico (*gold standard*), sino del patrón de cambios oro (*gold exchange standard*). En el primer caso, todos los países debían tener sus reservas en oro; luego de la conferencia de Génova, solo Reino Unido y Estados Unidos mantenían la obligación; el resto de naciones podía tener una parte de sus reservas en oro y otra, en monedas fuertes, es decir, el dólar y la libra esterlina. Un tiempo después se incorporó el franco francés. Alemania se adhirió al patrón de cambios oro en 1924, Estados Unidos ya lo había hecho en 1919, Francia en 1928, Japón en 1930 y Gran Bretaña en 1925.⁶¹ Hacia 1929,

⁶⁰ Los tipos de cambio se determinaban en el mercado de divisas, sin una paridad fija con el oro. La flotación descontrolada estuvo acompañada de fugas de capitales y por lo tanto, intensas presiones especulativas en contra de las monedas más débiles.

⁶¹ Una de las grandes dificultades en la adhesión al nuevo patrón oro estuvo en la determinación de los nuevos tipos de cambio al cual se fijarían las monedas con relación al oro. La razón era simple: en principio los países debían volver a las paridades que tenían antes de 1914, pero, durante la guerra, los precios habían subido en distintas proporciones para los diferentes países. Por ejemplo, Reino Unido restauró la convertibilidad a una paridad sobrevaluada, perdiendo así competitividad con sus socios

46 naciones conformaban el sistema. El patrón oro, en su nueva versión, había quedado restaurado.

No obstante, Maddison (1995) sostiene que ni Francia ni Estados Unidos actuaban de acuerdo con las reglas antiguas, pues esterilizaban sus reservas de oro. Las anteriores *reglas de juego* eran exactamente lo contrario a la esterilización, que consiste en medidas de política monetaria que neutralicen los cambios en la oferta monetaria, originados por los desequilibrios externos. De acuerdo con el mecanismo de ajuste del patrón oro clásico, un país con un superávit comercial debía aumentar la oferta monetaria (la entrada neta de oro, implicaba un aumento de la cantidad de billetes y monedas en circulación); al aumentar la oferta monetaria, la inflación interna restaba competitividad, pues encarecía los bienes. Así, se elevaban las importaciones y se desincentivaban las exportaciones, solucionándose el desequilibrio inicial. Sin embargo, mediante la esterilización, el banco central vendía bonos en el mercado abierto, con lo cual recogía el exceso de liquidez y no se producía el ajuste deseado.

En el caso de un déficit comercial, la reducción de la oferta monetaria debido a la menor liquidez, debía reflejarse en una reducción de los precios internos; aquí, la esterilización consistía en relajar el crédito interno, con el objetivo de aumentar la oferta monetaria, en el mismo porcentaje en que se contrajo consecuencia de la salida de oro. Con la esterilización, la oferta monetaria se mantenía constante, independientemente del resultado externo. De ahí que podamos referirnos a un *patrón oro debilitado*. Pese a ello y de forma gradual hubo una reanudación de los movimientos internacionales de capital. Entre 1924 y 1929 se movilizaron 9,000 millones de dólares, de los cuales el 60% provenía de los Estados Unidos, que se convirtió en el nuevo gigante.⁶² Reino Unido y Francia prestaron, cada uno de ellos, alrededor de 1300 millones (James 2003).

La Gran Depresión, como ha sido visto, llevó al abandono del patrón oro y el tránsito a una etapa de desintegración económica. Fueron comunes las devaluaciones competitivas⁶³, en torno de un sistema cambiario de flotación; cada país devaluaba para fomentar las exportaciones y desincentivar las importaciones, con la idea de conservar el oro y direccionar la demanda mundial *hacia adentro*. Sin embargo, en la medida que la mayoría de países devaluaba, las devaluaciones quedaban neutralizadas entre sí. Además proliferaron las medidas proteccionistas, como altos aranceles, cuotas y otro tipo de restricciones a las importaciones. La manifestación fue una drástica reducción del comercio mundial. Dicho de otro modo, la década de los treinta marcó una pauta hacia la autarquía, en un contexto de acentuada turbulencia en los mercados mundiales; la cooperación internacional había desaparecido. Como sostienen Krugman y Obstfeld

comerciales. Lo contrario ocurrió en Francia. De ahí que no sea casualidad que en este período se haya desarrollado la teoría de la paridad del poder adquisitivo.

⁶² Del total de reservas de oro de los bancos centrales en el mundo, en 1924 Estados Unidos contaba con el 45.7% del total, porcentaje que fue descendiendo hasta 35.9% en 1931. En el mismo período, Francia aumentó el porcentaje de reservas en oro de 7.9% a 23.9%. Si los Estados Unidos hubieran disminuido sus tasas de interés el capital habría salido y la redistribución de las tenencias de oro habría quedado más equitativa. Pero la FED hizo lo contrario, con la intención de controlar el boom especulativo de *Wall Street*.

⁶³ Una devaluación es competitiva si el país que la implementa no tiene problemas de balanza de pagos, sino que desea exportar más e importar menos para fomentar el empleo interno. Véase Kozikowski (2000).

(1995), “Fue la comprensión de este fenómeno lo que inspiró el diseño del sistema monetario internacional de la postguerra, el acuerdo de Bretton Woods”.⁶⁴

4.3 La Reorganización del Sistema Monetario Internacional: 1945-1971

Recordemos que un sistema monetario internacional tiene como objetivo facilitar las transacciones comerciales y financieras. Las actividades económicas requieren de ambas como medios para avanzar hacia el desarrollo. El patrón de cambios oro, como sistema monetario internacional había colapsado a partir de la Gran Depresión. Siguió la devaluación competitiva (también llamadas políticas de *empobrecer al vecino*) combinadas con medidas proteccionistas. El nuevo objetivo era el equilibrio interno, es decir, la lucha contra la recesión y el desempleo, en un contexto de ausencia casi total de la cooperación internacional.

El nuevo sistema monetario internacional de la postguerra fue diseñado en 1944, a partir de la conferencia de *Bretton Woods*. El objetivo básico fue la reforma del sistema monetario internacional, con la meta de promover el pleno empleo y la estabilidad de precios (equilibrio interno) y al mismo tiempo lograr el equilibrio externo sin imponer restricciones al comercio internacional. Lo que estaba claro era que la deflación, como mecanismo de ajuste ante un desequilibrio externo, ya no era viable.

En *Bretton Woods* fueron analizados dos planes alternativos: el británico, desarrollado por John Maynard Keynes y el estadounidense, ideado por Harry White, del departamento del tesoro de los Estados Unidos. Los delegados de las 44 naciones que acudieron a la conferencia apoyaron el Plan White, conocido más tarde como el sistema de *Bretton Woods*, que rigió al mundo entre 1944 y 1971, es decir, por 27 años. El nuevo sistema monetario internacional estuvo basado, por un lado en la creación de instituciones internacionales orientadas para tal fin (el FMI y el BM) y en el campo operativo, en la fijación de tipos de cambio de todos los países con respecto del dólar y solo el dólar fijaría su tipo de cambio respecto del oro, a 35 dólares la onza de oro. En ese sentido, nació el *patrón dólar*.

Los principios más importantes fueron los siguientes:

- Creación de Instituciones Internacionales para la cooperación monetaria, con funciones y poderes definidos. Nacieron el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM).
- Tipos de Cambio Ajustables: los países fijaron sus tipos de cambio en dólares, valor que podía modificarse en presencia de *desequilibrios fundamentales* de la balanza de pagos (condición que nunca fue claramente definida), previa autorización del FMI.
- Reservas Monetarias Internacionales: Los países requerían reservas, expresadas básicamente, en dólares; de este modo, el dólar asumió el rol de “moneda reserva”. Los países podían vender sus dólares a la Reserva Federal (FED) a cambio de oro al precio oficial.

⁶⁴ Krugman Paul y Maurice Obstfeld (1995), *Economía Internacional. Teoría y Política*, Tercera Edición, McGraw Hill, Madrid, p. 648.

- Convertibilidad de las monedas: las monedas de los países debían ser convertibles.

Además, los países podían restringir los movimientos de capitales. De acuerdo con Krugman y Obstfeld (1995), “La experiencia de 1918 a 1939 había llevado a los gestores de política económica a ver a los movimientos de capital privado como un factor esencial de la inestabilidad económica, y temían que los movimientos especulativos de *hot money* entre las fronteras nacionales pudiesen sabotear su objetivo de libre comercio basado en los tipos de cambio fijos”.⁶⁵ A través de los controles de capitales, los gobiernos podían protegerse de una crisis cambiaria y al mismo tiempo ganaban autonomía en el diseño de políticas monetarias activas. De ahí, que la recuperación de la libre movilidad de capitales fuera lenta. Algo similar podía decirse del sistema cambiario. La inestabilidad cambiaria de la década de los treinta había mostrado el daño que la flotación cambiaria podía hacer al comercio internacional, por lo que había que optar por un sistema de tipos de cambio fijos.

El FMI inició sus actividades en 1946 con 39 países miembros. Hacia el año 2010 contaba con 186 miembros. Los recursos del FMI provienen de la cuota de suscripción de cada país; la magnitud de la cuota depende del tamaño de cada economía y cumple tres funciones: en primer lugar forma un fondo que la institución puede usar para conceder préstamos a los países miembros que enfrenten dificultades financieras. En segundo lugar, constituye la base para determinar la cantidad que cada país miembro puede obtener como préstamo del FMI. A mayor tamaño de la cuota, mayor la suma que el país puede pedir cuando lo necesite. En tercer lugar, las cuotas determinan el número de votos de cada país miembro. De esta manera, los países con mayor tamaño de cuota tienen mayor influencia en la formulación de las políticas del FMI. Estados Unidos es el principal aportante (16.77%), Japón (6.12%), Alemania (5.98%), Francia (4.94%), Reino Unido (4.94%), China (3.72%), Italia (3.24%), Arabia Saudita (3.21%) y Canadá (2.93%). De este modo, nueve países miembros de 186 tienen el 51.85% de los votos.⁶⁶

Durante los primeros años de funcionamiento del FMI surgieron dificultades, pues los países que experimentaban problemas en la balanza de pagos, solo les quedaba acudir al FMI, pues la movilidad de capitales privados estaba restringida. Más aún, el retorno a la convertibilidad fue gradual. Estados Unidos y Canadá adoptaron la convertibilidad en 1945, pero los países europeos recién lo hicieron a partir de 1958.⁶⁷ Los fundadores del FMI visualizaron que la calidad de prestamista de la institución sustituiría y no complementarían a los flujos privados de capital. (Obstfeld y Taylor 2001).

Así, los países que mostraban un déficit en balanza de pagos, considerado moderado y temporal, financiaban el déficit endeudándose con el FMI, de modo de evitar políticas económicas deflacionarias o una devaluación. Solo si el déficit reflejaba un *desequilibrio fundamental*, entonces el FMI autorizaba una devaluación. Los préstamos

⁶⁵ Krugman Paul y Maurice Obstfeld (1995), *op.cit.*, p. 651.

⁶⁶ El principal cuestionamiento a este mecanismo es que solo el 4.8% de los países miembros toman las decisiones. En octubre de 2010 se aprobaron una serie de reformas en el FMI de modo de aumentar la participación de las economías emergentes en la toma de decisiones.

⁶⁷ Desde que el FMI inició sus operaciones, varios países miembros mantenían restricciones cambiarias; esta situación se mantuvo hasta 1958. La era Bretton Woods duró desde 1958 hasta 1971, es decir, treinta años.

del FMI estaban atados a una condicionalidad, expresada en un programa económico acordado entre el FMI y el país miembro, cuyo objetivo era corregir el déficit original.

68

El sistema no estaba exento de problemas. Un país con recurrentes déficit en su balanza de pagos, demostraría encontrarse ante un *desequilibrio fundamental*, por lo que el FMI permitiría una devaluación. Las sospechas de una devaluación podían causar una crisis en su balanza de pagos. En términos simples, los especuladores compraban dólares (esto significaba que el banco central perdiera dólares), esperaban la devaluación y luego los vendían más caros. Las crisis de balanza de pagos fueron frecuentes en la década del sesenta e inicios de los años setenta. De ahí que la noción de equilibrio externo evolucionó hacia establecer algún tope al déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Estados Unidos era clave en la estructura de *Bretton Woods*. Era responsable de mantener el precio de la onza de oro en 35 dólares y de mantener en reservas el oro suficiente, de modo que los bancos centrales pudieran convertir sus dólares en oro a ese precio. Era obvio que para cumplir su función tenía que mantener una adecuada cantidad de oro en reservas. De este modo, el crecimiento de la oferta mundial de oro era crucial para sostener el crecimiento mundial. Dicho en otras palabras, a mayor cantidad de oro en reservas en Estados Unidos, mayor crecimiento en la emisión de dólares y mayor crecimiento económico mundial.

El problema era que la oferta de oro no crecía al ritmo deseado y ello hacía tambalear al sistema, pues el oro que tenía Estados Unidos en reservas no alcanzaría para convertir los dólares en oro. En simultáneo, al ser el dólar la moneda ancla del sistema, el déficit en la balanza de pagos de los Estados Unidos fue un tema recurrente durante la era *Bretton Woods*. La razón era simple: el mundo requería de dólares y ellos provenían de los Estados Unidos; entonces, el déficit en la balanza de pagos estadounidense era clave para que los dólares fluyeran fuera del país. Al mismo tiempo ello comportaba una trampa, pues a mayor cantidad de dólares no respaldados por oro al precio oficial (US\$ 35 dólares la onza de oro), el riesgo del colapso del sistema aumentaba.

La balanza de capitales de los Estados Unidos estuvo en déficit en todos los años entre 1946 y 1968 (Eichengreen 1999). En el período mencionado la salida de capitales fue siempre mayor que la entrada. Así, el resultado mostrado, es una prueba de que el *combustible* de la economía mundial lo ponía Estados Unidos. Sin embargo, a mayor salida de capitales, mayor probabilidad que esos capitales retornen a los Estados Unidos para ser convertidos en oro.

En la segunda mitad de la década de los sesenta, los gastos militares asociados con la guerra con Vietnam originaron una política monetaria expansiva en los Estados Unidos, lo que elevó aún más la salida de capitales. Las dos alternativas clásicas de ajuste de la balanza de pagos no eran viables. Por un lado, la deflación no era una alternativa, pues Estados Unidos tenía un superávit comercial y por otro, la devaluación (es decir, subir el precio oficial del oro), implicaba terminar con el sistema diseñado en 1944, además

⁶⁸ El programa económico se materializaba en un documento, denominado *carta de intención*, que detallaba los ajustes macroeconómicos y otras reformas estructurales tendientes a corregir los desequilibrios en balanza de pagos. Desde setiembre de 1968, el convenio constitutivo del FMI autoriza explícitamente a este último a imponer la condicionalidad.

que hubiera implicado un retorno a las devaluaciones competitivas, que era uno de los aspectos que quería evitarse.

En el fondo el problema radicaba en el rol de Estados Unidos en la economía mundial. Block (1980) sostiene que “Una de las obligaciones de este papel consistía en proveer capital a otros países para diversos propósitos, pero sobre todo para ayudarlos a amortiguar los desequilibrios de la balanza de pagos a través de los préstamos privados”.⁶⁹

Así las cosas, los especuladores esperaban un aumento en el precio del oro y comenzaron a comprar oro. La situación se tornó insostenible y el 15 de agosto de 1971, Richard Nixon, Presidente de Estados Unidos, decidió suspender la convertibilidad del dólar al oro. Con ello, la era *Bretton Woods* había llegado a su fin.

Eichengreen (1996) sostiene que la primera lección del sistema de Bretton Woods fue “... lo enormemente difícil que resultaba gestionar un sistema de tipos de cambio fijos en presencia de un capital sumamente móvil”.⁷⁰ La segunda lección es que el sistema funcionó gracias a la cooperación internacional. En términos más simples, el sistema había colapsado porque las reservas de oro en los Estados Unidos resultaron insuficientes para satisfacer la demanda de oro a cambio de dólares. Y el resto de países no había estado dispuesto a *colaborar* con la situación. Hacia 1973 las monedas europeas flotaban con respecto al dólar.

Sin embargo, si a inicios de la era de *Bretton Woods* proliferaron los controles de capitales, ¿cómo explicar la posterior expansión de la integración financiera? La expansión inicial de la movilidad de capitales privados en la década de los sesenta fue gatillada por el mercado de los eurodólares.⁷¹ Europa contaba con dólares provenientes de tres fuentes: en primer lugar, del Plan Marshall, que fue un programa de ayuda de Estados Unidos a sus aliados europeos para la reconstrucción de la postguerra. En segundo lugar, el mercado de eurodólares fue creado por la gran cantidad de dólares en manos de extranjeros a causa del déficit de los Estados Unidos ya comentado. En tercer lugar, entre 1950 y 1960, las autoridades de la Unión Soviética optaron por depositar sus dólares en bancos de Europa Occidental y no en bancos estadounidenses, por el temor que tenían de una confiscación de los mismos, a la luz de las tensiones de la guerra fría. Ciertamente, una buena parte de los mismos fue cambiado por oro en Estados Unidos, pero otra, quedó en manos de bancos europeos. Desde el punto de vista institucional apareció un cuarto factor: en 1957, seis economías europeas firmaron el Tratado de Roma, cuyo objetivo era la formación de la Comunidad Económica Europea. El fin era la integración monetaria y financiera, por lo que los firmantes estuvieron de

⁶⁹ Block Fred (1980), *Los Orígenes del Desorden Económico Internacional*, Fondo de Cultura Económica, Primera Edición en Español, México, p.241.

⁷⁰ Eichengreen Barry (1996), *La Globalización del Capital. Historia del Sistema Monetario Internacional*, Antoni Bosch editor, Barcelona, p.191.

⁷¹ El mercado de eurodólares era un mercado de capitales donde se prestaban los activos en dólares en manos de extranjeros. Muchos préstamos, que antes se hacían en Nueva York, ahora podían realizarse en Londres, con lo cual Londres se convirtió en el mercado de capitales dominante. Este mercado no estaba regulado ni tenía un prestamista de última instancia.

acuerdo con eliminar las restricciones a la movilidad de capitales privados.⁷² No obstante, surgieron flujos especulativos de capitales, manifestadas en crisis de balanza de pagos en Italia (1964) y Gran Bretaña (1967). Estos hechos tornaron más lento el proceso europeo de integración.⁷³

Los bancos europeos comenzaron a prestar esos dólares; este fondo de *eurodólares* creció rápidamente, naciendo un mercado de euromonedas. Una gran cantidad de bancos internacionales establecieron filiales en Londres para participar del nuevo mercado. Los negocios en monedas europeas crecieron rápidamente, pues ofrecían mayores ventajas con relación a los bancos domésticos. Como los bancos de euromonedas operaban en monedas extranjeras, no estaban sujetos a las regulaciones nacionales que gobernaban las operaciones de los bancos domésticos. De este modo, los bancos europeos iniciaron operaciones de préstamos, a través de la emisión de bonos, denominados en alguna moneda distinta de la doméstica. El mercado de capitales privados emergió, entonces, desde el mercado de eurodólares. El colapso de Bretton Woods hacia 1971, puede entenderse, en parte por esta evolución.

En síntesis, durante la era de Bretton Woods, la globalización financiera fue limitada, dados los controles de capitales; sin embargo, sí ocurrió en torno de un pequeño número de economías desarrolladas de Europa. Más allá de ellas, la única fuente de financiamiento externo provino de las instituciones oficiales (FMI y BM) y en menor medida de la inversión extranjera directa.

4.4 Segunda Ola de la Globalización Financiera: 1980 en adelante

La época contemporánea de la globalización financiera fue impulsada por dos hechos: el colapso del sistema de *Bretton Woods* (1971-73) y el primer choque petrolero de 1973-74. (Das 2003).

El fin de la era de *Bretton Woods* implicó el abandono de los tipos de cambio fijos y el paso hacia la flotación cambiaria. Los tipos de cambio flotantes posibilitaron la explosión del mercado internacional de capitales. Al no tener que fijar sus tipos de cambio, los países podían abrir sus mercados de capitales, manteniendo la flexibilidad de la política monetaria para lograr objetivos internos. Durante la vigencia de los acuerdos de *Bretton Woods*, los controles de capitales habían sido la norma y no la excepción. En los años que siguieron a la ruptura de *Bretton Woods*, comenzó un proceso de apertura financiera, de manera que el libre flujo de capitales privados pasó a ser la norma y no la excepción. Desde una perspectiva histórica, el colapso de *Bretton Woods* implicó el retorno de la libre movilidad de capitales, que se había interrumpido con la primera guerra mundial. Habían pasado 60 años. De ahí en adelante, el mundo quedaría vinculado no solo a través del comercio, sino también vía el movimiento de capitales, con los beneficios y costos que ello implica.

¿Y el FMI? Durante los primeros 25 años de su existencia, la principal responsabilidad del FMI era monitorear el sistema de *tipos de cambio fijos, pero ajustables*. Cuando

⁷² Los seis países que firmaron el Tratado de Roma fueron, Bélgica, Francia, Alemania, Italia, Luxemburgo y Holanda.

⁷³ Como referencia, Alemania liberalizó las importaciones de capitales en 1960 y Francia eliminó los controles de capitales en 1967, aunque fueron reinstaurados un año después. Los ataques especulativos continuaron y Francia devaluó en 1969, mientras que Alemania revaluó el marco el mismo año.

colapsó este sistema en 1971, que implicó el paso hacia sistemas cambiarios flotantes, el FMI perdió su función central. Debía ajustarse al nuevo entorno financiero y monetario, pues el sistema para el cual había sido creado ya no existía. En el período 1870-1914, la movilidad de capitales se basó en el patrón oro y su mecanismo de ajuste, es decir, en un sistema cambiario fijo; lo mismo puede decirse del período 1945-1971. Con el abandono del sistema de tipos de cambio fijos, los países miembros del FMI convinieron en que cada país escoja su método para determinar su tipo de cambio. Los únicos requisitos eran que el país miembro no base ese valor en el oro y que informe a los demás el mecanismo que utiliza para determinar el valor de su moneda. El abanico de opciones cambiarias quedó a disposición de cada país.⁷⁴ Así, la combinación de tipos de cambio flotantes (o alguna variante de los mismos) con la libre movilidad de capitales marcó la pauta de lo que ocurriría hasta la actualidad.

En este nuevo contexto, ni los acreedores (básicamente los bancos comerciales) ni los deudores (bancos, empresas públicas y gobiernos) tenían la experiencia ni los incentivos para manejar las nuevas posibilidades de un endeudamiento masivo. (Sachs 1995)

Además de la ruptura de la era de *Bretton Woods*, durante la década de los setenta los dos choques petroleros impulsaron aún más la movilidad de capitales. El primero de ellos ocurrió en 1974, cuando el precio del barril de petróleo pasó de US\$ 3 a US\$ 12 dólares el barril. El segundo, a fines de la década, elevó el precio del barril, de US\$ 13 en 1978 a US\$ 32 dólares en 1980.

Los países exportadores de petróleo, organizados en torno de la OPEC, se encontraron hacia 1974 con un enorme superávit en la balanza en cuenta corriente, que fue reciclado a los países en desarrollo, que requerían del dinero para seguir importando petróleo. El reciclaje ocurrió a través de la banca privada internacional, que prestó el dinero a los países en desarrollo. Así aparecieron los llamados *petrodólares* que solo podían dirigirse hacia aquellos países que tenían acceso al mercado internacional de capitales. La abundancia de liquidez posibilitó que las tasas de interés fueran relativamente bajas, lo que incentivó aún más el endeudamiento. El segundo choque petrolero de 1979 incrementó las dificultades.

En síntesis, el choque petrolero de 1973 proveyó los fondos a la banca internacional, que fueron invertidos en los países en desarrollo, vía préstamos para financiar los déficit fiscales. El fin de la era de *Bretton Woods* llevó a que los países queden adheridos a la libre movilidad de capitales, mientras mantenían autonomía en la política monetaria doméstica.

De ahí que no sea casualidad, el crecimiento de la deuda externa de los países en desarrollo no exportadores de petróleo, a partir de la década de los setenta. A inicios de los años ochenta, el aumento de la tasa de interés en Estados Unidos, consecuencia de políticas monetarias contractivas implementadas por el gobierno de Ronald Regan, tuvo como resultante la *crisis de la deuda*, iniciada en 1982, cuando México declaró la moratoria de la misma. Los países en desarrollo habían quedado fuera del mercado internacional de capitales. Muchos de ellos recurrieron a la emisión monetaria descontrolada, como sustituto de los capitales externos. El resultado fue un período de

⁷⁴ En términos cronológicos, el paso a tipos de cambio flotantes, supuso una enmienda del artículo IV del convenio constitutivo del FMI. Ello recién ocurrió en la reunión de Jamaica, de 1976.

hiperinflaciones en una serie de países, como Argentina, Bolivia, Brasil, Nicaragua, Perú, Polonia, etc.

El FMI se colocó en el centro de los procesos de reestructuración de la deuda. De ahí en adelante, la mayoría de acuerdos de reestructuración de deudas estuvieron vinculados de alguna manera u otra, con el FMI. A fines de la década de los ochenta retornaron al mercado internacional de capitales, en torno del denominado Plan Brady, profundizándose luego con la consecución de cierto grado de estabilidad económica.⁷⁵ El explosivo crecimiento del mercado de bonos para las economías emergentes fue una muestra de ello. Lo cierto es que a partir del plan Brady de finales de los ochenta, nacieron las *economías emergentes*, en medio de un proceso de rápida liberalización financiera.

En el ámbito ideológico, la visión liberal jugó un rol preponderante. Ello alcanzó su punto máximo en el consenso de Washington de 1989. Liberalizar, privatizar y desregular se convirtió en la norma. Ciertamente la caída de la Unión Soviética y la adherencia de las denominadas *economías en transición* a la ideología del mercado conformaron un hecho histórico que marcó, para muchos, *el triunfo del capitalismo de libre mercado*. Mientras tanto, el desarrollo de nuevas tecnologías de información y novedosos instrumentos financieros completaron el panorama. Por ejemplo, el volumen de financiamiento externo neto a las economías en desarrollo aumentó de US\$ 52.9 billones de dólares en 1985 a US\$ 123.3 en 1992; de ese aumento de US\$ 70.4 billones de dólares, casi US\$ 40 billones representaron endeudamiento externo neto. En el mismo período la inversión extranjera directa se cuadruplicó. La libre movilidad de capitales aumenta la *tentación* de asumir mayores montos de endeudamiento.

De acuerdo con Held, McGrew, Goldblatt y Perraton (1999), el flujo neto de capitales privados hacia los países en desarrollo fue de US\$ 57.1 billones de dólares en 1990, lo que significa que si comparamos esa cifra con los US\$ 215.9 billones de dólares de 1996, tenemos que se cuadruplicaron en solo seis años. La comparación es aún más sorprendente si se toma en cuenta que en la década de los ochenta, el promedio anual de ingreso de capitales privados fue de US\$ 35 mil millones de dólares. En el caso de América Latina, el ingreso neto de capitales privados aumentó de US\$ 17.3 en 1990 a US\$ 64.2 billones de dólares en 1993. La emisión internacional de bonos se duplicó entre 1990 y 1994.

Este enorme incremento en el influjo de capitales privados muestra que la integración financiera ha sido un hecho real. También permite visualizar la importancia que adquirieron nuevos actores, como los fondos de cobertura (*hedge funds*), bancos, fondos de pensiones, agencias clasificadoras de riesgo, etc. Los países receptores de semejante magnitud de capitales crecieron, aspecto que aumentó la suposición del *libre mercado triunfante*. Sin embargo, las crisis financieras posteriores obligarían a repensar lo ocurrido.

La combinación de dos factores, las innovaciones tecnológicas en el campo de la información y la estabilización y reformas estructurales a favor del libre mercado,

⁷⁵ Los programas ortodoxos anti-inflacionarios fueron la norma, con dos variantes: el uso de un ancla monetaria, como en el caso peruano y un ancla cambiaria, como en Argentina. En cualquier caso, los programas de estabilización se acompañaron, tanto de profundas reformas estructurales a favor del mercado, como de medidas de apertura, tanto comerciales como financieras.

marcaron la pauta del ciclo de euforia inicial de los años noventa a un período de preocupación y desazón con las mismas, en torno de las crisis financieras y además de los escasos beneficios que supuestamente brindaría la integración financiera. América Latina, hacia 1990, tenía 200 millones de pobres, mientras que hacia 1999 el total se había elevado a 211 millones para disminuir a 180 millones en 2008.⁷⁶

A partir de 1997, ocurre una brusca reducción de los flujos privados de capitales hacia las economías emergentes, que toma la forma de reversión en el caso de los préstamos bancarios. A la crisis de Asia Oriental (1997) le seguirían las de Rusia (1998), Brasil (1999), Turquía (2000), Argentina (2001), etc. La sensación mundial era de inseguridad, sin que aparezcan mecanismos correctores. Más allá de los discursos, lo cierto era que no se sabía que hacer. La inestabilidad intrínseca de los mercados financieros había dejado a economías de todo tipo y tamaño al vaivén de las *expectativas del mercado*. Los costos sociales fueron enormes. Basta mencionar que Argentina en 1992 tenía 16.2% de la población en condiciones de pobreza, mientras que en 2002, el porcentaje se había elevado a 57.5%.⁷⁷

En primer lugar, las crisis implicaron una salida abrupta y repentina de los capitales privados de una economía. Ante ello, las subidas en el tipo de cambio (consecuencia de la menor oferta de dólares) fueron enfrentadas por las autoridades a través de la venta de dólares con la consecuente disminución en el nivel de reservas y disminución de la cantidad de dinero nacional en circulación. Las mayores tasas de interés (en ambas monedas) se reflejaron en profundas recesiones. En ese contexto, se organizaron en torno del FMI, paquetes de rescate internacionales, cuyo objetivo era normalizar la situación de los países en crisis. Debe subrayarse el hecho que el sobreendeudamiento, sea público o privado es igual de dañino. Así, las fuentes de inestabilidad de originaron en la cuenta de capitales de la balanza de pagos.

En segundo lugar, las economías que atravesaron por períodos de crisis tenían en común altos ratios de deuda externa (privada y/o pública) de corto plazo con relación al nivel de reservas. En los casos de México (1995), Rusia (1998), Brasil (1999) y Argentina (2001), el deudor era el gobierno, por lo que se trataba de deudas públicas. En Indonesia, Corea y Tailandia (1997), la mayoría de la deuda estaba en manos privadas. En cualquier caso, la combinación de altos niveles de deuda de corto plazo con relación al nivel de reservas, convirtió a los países en extremadamente vulnerables a crisis de confianza y por ende a reversiones en los flujos de capitales. (Rodrik y Velasco, 1999).

En tercer lugar, existió un alto riesgo de contagio en el mercado internacional de capitales y préstamos. En cuarto lugar, las crisis no fueron anticipadas por los agentes del mercado. El pánico financiero, una vez producida una crisis, se extendió a otros países del planeta, en muchos casos al margen de los indicadores de estabilidad macroeconómica.

En quinto lugar, las crisis financieras tuvieron fuertes impactos sobre el sector real de la economía. En el año siguiente a la crisis, el PBI disminuyó en 8% en México, 6.7% en Corea, 13.1% en Indonesia, 10.2% en Tailandia, 7.4% en Malasia, 6.3% en Ecuador, 7.4% en Turquía, 10.9% en Argentina y 10.8% en Uruguay.

⁷⁶ Cepal (2004), *Panorama Social de América Latina 2009*, Santiago de Chile, p.52.

⁷⁷ Parodi Trece Carlos (2003), *La Crisis Argentina. Lecciones para América Latina*, Universidad del Pacífico, Centro de Investigación, Lima, p. 13.

En sexto lugar, las crisis ocurrieron en un entorno de libre mercado de capitales. El capital privado se convirtió en la fuente dominante de los mercados financieros. Esta situación solo puede entenderse dentro de una visión mayor, que descansa en el libre mercado como asignador de recursos. La ola ideológica a favor de la liberalización, como se ha revisado en los capítulos anteriores tomó fuerza desde inicios de la década de los ochenta, con los gobiernos de Reagan en los Estados Unidos y Thatcher en Reino Unido. El neoliberalismo se origina a partir de esos años. Luego se expandiría a América Latina, una vez solucionado el “problema de la deuda” con el Plan Brady (que permitió que la región retome el acceso al mercado internacional de capitales), contando con el sustento del Consenso de Washington.

De ahí que no sea sorprendente que la década de los noventa haya sido un período de fuerte crecimiento de los préstamos internacionales. El stock de deuda de las economías de mercado emergentes se duplicó entre 1988 y 1997 y se concentró en América Latina y en Asia Oriental. En el caso de Asia Oriental la deuda bancaria de corto plazo aumentó de 13.6% del total de la deuda de la región en 1988 a 29.2% en 1996. Para América Latina, el porcentaje aumentó de 9.3% a 15.0% en 1997. Europa mantuvo casi constante la proporción entre 1988 y 1996, mientras que en el caso de África declinó.

El aumento del endeudamiento de corto plazo colocaba en peligro a las economías receptoras de capital, independientemente de que la deuda sea contraída por el sector público o por el privado. Cuánto más se endeude un país con relación a su capacidad futura de pago, mayor probabilidad de una moratoria o de una reestructuración. Ciertamente en toda operación de deuda concurren dos partes: el acreedor y el deudor; cuando aparecen las dificultades, la responsabilidad es compartida. El primero, por excederse en los préstamos y el segundo por el uso dado a los recursos. Desde luego, que en el proceso pueden aparecer choques exógenos negativos que dificulten el mismo.

La pregunta de fondo es, ¿qué hacer ante una crisis de deuda? La cuestión es pertinente, pues los mercados financieros dejados al libre mercado son inherentemente inestables; por ende, son susceptibles al comportamiento en manada, pánicos, contagios y ciclos de auge y caída. Lo ideal es desarrollar mecanismos de prevención de las crisis; aquí las alternativas no resultan simples, pues dado el grado de integración financiera, la solución debe ser global, sin que ello implique una *receta* similar para todos los países. Más aún, en la medida que las crisis no podrán eliminarse, también es indispensable repensar la resolución de las mismas.

En las crisis de la década de los noventa, los paquetes de rescate internacionales, liderados por el FMI y por ende atados a la implementación de cierto programa macroeconómico fueron la norma. El FMI actuó como prestamista de última instancia a nivel internacional.

Ello generó un debate con respecto del riesgo moral, entendido como el hecho que los países serían menos responsables, pues siempre habría alguien que acudiría en su rescate en caso de problemas. Más allá de eso, lo cierto es que entrado el siglo XXI no existe un procedimiento a nivel internacional que enfrente una crisis financiera.

5. Respuestas a las Crisis Financieras: Antes y Ahora

La característica central de las crisis financieras es un *problema de repago de deudas*, sea de los gobiernos o de entidades privadas. El caso de Grecia de 2010 es aplicable al primer caso y el de Asia Oriental en 1997 al segundo. La salida de capitales ha sido el resultado, hecho que marca la extensión de la crisis al mercado cambiario. Como consecuencia, los países se vieron obligados a reestructurar su deuda o hacer una moratoria (suspensión parcial o total de los pagos de la deuda). Los rescates liderados por el FMI asociados a reformas estructurales han sido la norma y no la excepción.

La moratoria o no-pago de la deuda (default) de un país puede explicarse por tres razones:⁷⁸ la primera está relacionada con los conceptos de solvencia y sostenibilidad. La deuda es sostenible en la medida que la secuencia del ratio superávit fiscal primario con relación al PIB sea estable o declinante. La segunda está vinculada con dificultades de liquidez. En este caso, la lógica es similar a una corrida bancaria y se asocia con una pérdida de credibilidad. La tercera alude a la decisión del país de no pagar pudiendo hacerlo, es decir, está relacionada con el deseo de no pagar. El país decide aislarse del mercado internacional de capitales, asumiendo las implicancias y liberando recursos para atender prioridades internas.

Durante la primera ola globalizadora (1870-1914), el patrón oro estuvo conectado con la internacionalización financiera. Como se ha visto, el patrón oro se basaba en el libre flujo de capitales, lo que a su vez facilitaba el crecimiento del mercado internacional de capitales. El patrón oro fue adoptado en las economías centrales, mientras que en las naciones de la periferia, el uso del mismo estuvo relacionado con un acceso más fluido al mercado internacional de capitales; en otros términos, la adopción del patrón oro actuaba como una especie de *certificado de calidad*.

De este modo, el aumento de la integración financiera incrementó los beneficios potenciales de los países importadores de capital, ubicados básicamente en la periferia. Los capitales de Gran Bretaña, Francia y Alemania compensaban las brechas externas, financiaban los déficits fiscales y varios proyectos de infraestructura, que apuntaban al desarrollo de la periferia. Como el compromiso con el patrón oro era creíble, los deudores que adheridos a este régimen tenían un acceso más fácil al mercado internacional de capitales. Así las cosas, las naciones periféricas enfrentaban una disyuntiva: o se adherían al patrón oro, con lo cual accedían al financiamiento externo o no lo hacían y limitaban el acceso al mismo. Los problemas de información, así como la capacidad de repago de las naciones periféricas que se habían insertado en los mercados mundiales a través de la exportación de materias primas, desencadenaron problemas de repago de deuda. En varios casos aparecieron moratorias. Ante una moratoria el era confrontado directamente con los acreedores privados. De este modo, los países que habían cesado sus pagos de deuda, debían renegociar la deuda en términos privados y bilaterales. En todos los casos, el país afectado quedaba fuera del mercado internacional de capitales por un tiempo. (Bordo 2000).

En la década de los años treinta, dos tercios de los bonos extranjeros, expresados en dólares, cayeron en moratoria. De manera similar a la crisis de la deuda de América

⁷⁸ Sturzenegger Federico (2002), *Default Episodes in the 90s: Factbook, Tool-kit and Preliminary Lessons*, Business School, Universidad Torcuato Di Tella, Argentina, p.7.

Latina de los años ochenta, aparecieron múltiples propuestas para restaurar el funcionamiento del mercado internacional de capitales. Conviene analizar este antecedente histórico con más detalle.

La moratoria de los años treinta se explica a partir del crecimiento de la deuda durante la década previa. Estados Unidos fue el principal prestamista. Las razones pueden dividirse del siguiente modo:⁷⁹

- Las deudas de guerra. Estados Unidos era el principal acreedor y mostró gran flexibilidad en las negociaciones de los esquemas de pago, adaptando los mismos a las circunstancias económicas del deudor. Esta actitud concesional reflejaba un hecho claro: los intereses comerciales de los Estados Unidos estaban atados a la recuperación económica de las economías altamente endeudadas de Europa.
- Las reparaciones alemanas. En 1921 una Comisión de Reparaciones de Guerra, acordada en el Tratado de Versalles, fijó el pago de Alemania por el mencionado concepto en un monto equivalente al doble de su producto nacional bruto. Al igual que en el caso de las deudas de guerra, las condiciones de pago se ataron a las económicas. Alemania pagaría un monto fijo más el 26% de sus ingresos por exportaciones.
- Los bonos de los Estados Unidos. Los países que tenían deudas de guerra compraron bonos en la bolsa de Nueva York a largo plazo, con lo cual extendían los plazos de pagos.
- Endeudamiento de corto plazo.

Esta combinación de hechos generó un período de préstamos externos a gran escala entre 1924 y 1928. La Gran Depresión de fines de la década, no solo terminó con el patrón de cambios oro, sino que generó la moratoria de gran parte de la deuda. ¿Cómo se solucionó el problema?

En primer lugar, se plantearon *soluciones globales*. En 1930, como parte del Plan Young, se creó el Banco de Pagos Internacionales (*Bank for International Settlements* o BIS) con sede en Basilea, con dos objetivos: por un lado, despolitizar el pago de las reparaciones de guerra, que había caracterizado al sistema financiero internacional en la década previa, a través del aporte de una solución *neutral*; por otro, actuar como un instrumento de cooperación de los bancos centrales, de manera de reducir la volatilidad de los mercados internacionales de capitales; el objetivo era convertirlo en una especie de banco central mundial.⁸⁰ El BIS comenzó sus operaciones el 17 de mayo de 1930, con un capital inicial de 500 millones de francos suizos oro, concedidos por bancos centrales; sin embargo, fracasó en los préstamos que otorgó en 1931 a Austria,

⁷⁹ Esta sección está basada en Eichengreen (1988).

⁸⁰ El pago de las reparaciones de guerra de Alemania fue un *dolor de cabeza* en los años veinte. En 1924 se acordó el Plan Dawes, mediante el cual Alemania pagaría un billón de marcos-oro en cuotas anuales crecientes hasta 1929. A cambio, Alemania recibiría 800 millones de marcos-oro como créditos extranjeros. Los pagos se harían a través de un agente-general, responsable de convertir los marcos pagados por el gobierno alemán en moneda extranjera y de determinar si el mercado de divisas toleraría la transacción. El Plan Young, acordado en 1929, fue un nuevo plan de pagos de las reparaciones alemanas. Establecía que Alemania debía depositar en el recién creado BIS un monto anual de 660 millones de marcos hasta el año 1988, colocando como garantía una hipoteca sobre los ferrocarriles estatales alemanes. La Gran Depresión precipitó el fracaso del Plan Young y la moratoria de Hoover de 1931 puso fin al pago alemán.

Alemania y Hungría para defender el patrón de cambios oro; además el pago de reparaciones de guerra de Alemania fue eliminado con la moratoria de Hoover en 1931.

Como alternativa global para enfrentar la crisis de la deuda de los años treinta, el BIS no tuvo éxito. De manera gradual se concentró en la estabilidad cambiaria y no en el tema de la deuda. De ahí que Eichengreen (1988) sostenga que “if a global solution to the debt crisis was in the offing, it would not originate with the BIS”.⁸¹

Otra propuesta global, fue el Plan Kindersley-Norman de 1931, presentado al directorio del BIS en el año mencionado. El plan recomendaba la creación de una corporación internacional independiente con un capital de entre 25 y 50 millones de libras, con capacidad de emitir títulos hasta por un equivalente de tres veces su capital. El objetivo era realizar préstamos a gobiernos extranjeros, municipalidades, bancos hipotecarios, administraciones portuarias, ferrocarriles y empresas de servicio público. Las dificultades eran políticas. Se suponía que Francia y los Estados Unidos serían los principales contribuyentes de la Corporación, pues tenían superávit en sus respectivas balanzas de pagos. Sin embargo, ambos deseaban tener el control sobre las operaciones de la institución propuesta. La propuesta fracasó por la falta de un acuerdo.

En paralelo aparecieron otros planes globales, que tampoco tuvieron éxito. Quizás la coyuntura de esos años, marcada por la Gran Depresión, generó un período de confusión y de ausencia de una genuina cooperación internacional para enfrentar las moratorias de deuda, que se sucedían una tras otra. Sin embargo, todas ellas, resultan ser antecedentes importantes para los acuerdos de *Bretton Woods* de 1944.

Entonces, ¿cómo se enfrentaron las moratorias? El rechazo de los planes globales dejaron las negociaciones en manos privadas. La alternativa a los enfoques globales para enfrentar la crisis de la deuda era enfrentar las moratorias bajo el criterio de caso por caso.⁸² Las dificultades para iniciar las negociaciones entre deudores y tenedores de bonos era cómo representar a estos últimos. Para ello, se organizaron comités representativos de los acreedores. Por ejemplo, en Gran Bretaña, se estableció en 1930 la Corporación de Tenedores de Bonos Internacionales. La posición oficial del gobierno británico con respecto de las moratorias, era que éstas últimas eran un asunto privado, aunque de ahí no debe inferirse que el gobierno británico no interfiriese.

En los Estados Unidos, en 1933 se creó el Consejo de Protección de los Tenedores de Bonos Extranjeros, tomando como modelo a su similar británico. En ambos casos, las negociaciones entre los tenedores de bonos y los gobiernos extranjeros fueron tediosas y a medida que pasaba el tiempo, las partes involucradas ofrecían concesiones.

Esta breve descripción muestra que las propuestas globales de los años ochenta y noventa no fueron novedosas, pues tenían precedentes. En el período entreguerras los planes globales para enfrentar moratorias incluían elementos similares a los que se discutirían cincuenta años después: canje de bonos para alargar los plazos de pago, búsqueda de soluciones colectivas entre acreedores y deudores, establecimiento de un

⁸¹ Eichengreen Barry (1988), *Resolving Debt Crises: An Historical Perspective*, NBER, Working Paper N° 2555, Cambridge, p.11.

⁸² Una analogía histórica es relevante. A fines de la década de los ochenta, el Plan Brady fue implementado sobre la base de un análisis caso por caso.

fondo internacional para prestar a los países endeudados que no recibían dinero de los mercados privados, etc.

También queda claro la resistencia de los bancos a cualquier plan que limite su control sobre las negociaciones. La clave está en visualizar que la solución a los problemas de deuda es beneficiosa para ambas partes. Y en este aspecto, la comunidad financiera internacional tiene un rol clave, pues de lo contrario, la historia seguirá repitiéndose.

En los años noventa, los flujos internacionales de capital dirigidos a los países en desarrollo tuvieron cuatro características:

- Los flujos de capital oficial y privado mostraron tendencias divergentes, pues los primeros tendieron a disminuir, mientras que los segundos experimentaron un fuerte crecimiento, que se revirtió a partir de la crisis asiática de 1997. Los flujos privados crecieron hasta 1996 para luego disminuir, alcanzando su nivel más bajo en el año 2000. Los flujos oficiales mostraron una tendencia hacia la reducción, en especial en el trienio 1999-2001.
- Los distintos tipos de flujos de capital presentaron diferencias en términos de estabilidad. La IED crece a lo largo de la década, mientras que la inversión en portafolio experimenta una reducción abrupta en 1998 para luego tornarse negativa en los años 2001 y 2002.
- Los flujos privados de capital se concentraron en los países de ingresos medios. De acuerdo con Ocampo (2004b), la IED se concentró en China (considerada por el Banco Mundial como país de ingresos medios), Argentina, Brasil, Rusia, Indonesia, México y Corea.
- La inestabilidad de los flujos privados de capital generó la necesidad de implementar programas de rescate internacionales, recursos que fueron concentrados en un grupo de economías emergentes de gran tamaño, a excepción de Uruguay.

Durante la última década del siglo XX, al igual que en los años treinta proliferaron las propuestas globales, referidas a la reestructuración de deudas soberanas.

El tema es más complejo en comparación con la década de los ochenta, pues en ese caso, los acreedores eran básicamente bancos comerciales, fácilmente identificables. Dicho de otro modo, el deudor soberano negociaba con un número conocido de acreedores. En los años noventa, los préstamos bancarios fueron reemplazados por emisiones de bonos, de modo que una gran parte de las deudas soberanas estaban en manos de tenedores de bonos, anónimos, mayores en número y difíciles de coordinar. Más aún, en la medida que la mayoría de los bonos fueron colocados en Nueva York, estaban sujetos a un marco legal que obligaba a lograr la unanimidad por parte de todos los acreedores para que proceda una operación de reestructuración.⁸³ Mientras tanto, ante cada crisis en los mercados emergentes, el FMI organizaba un paquete de rescate, actuando como prestamista internacional de última instancia. Esta política tenía

⁸³ El marco legal de Nueva York impide realizar cambios en las condiciones de pago a menos que se cuente con el consentimiento de todos los tenedores de bonos. En el caso de Londres, los cambios son permitidos si son aprobados por una mayoría calificada de tenedores de bonos, que alcanza al 75% de los mismos. Pese a ello, en febrero de 2003, México se convirtió en el primer país emergente en colocar bonos con cláusulas de acción colectiva en el mercado de Nueva York. Véase Sturzenegger (2002).

detractores. La mayoría de críticas se centraban en el riesgo moral inducido por los rescates.

Los debates giraron en torno de la denominada reforma de la arquitectura financiera internacional. El objetivo de la misma fue promover la estabilidad financiera global a través de la reducción de la frecuencia de las crisis (prevención de las crisis) así como la disminución de los costos de la misma (resolución de las crisis). No obstante, debe ir más allá, de modo de viabilizar un acceso fluido y estable de capitales a los países en desarrollo.

Las propuestas para reformar el sistema financiero internacional tuvieron su inicio tras la crisis de México de 1994-95 que fue resuelta con una línea de crédito de corto plazo de US\$ 50 billones de dólares, otorgada por el FMI y por el Tesoro de los Estados Unidos. De ahí en adelante, conceptos como la prevención y resolución de las crisis, arquitectura financiera internacional, riesgo moral y el involucramiento del sector privado han estado en el tope de las discusiones. *A raíz de la crisis asiática de 1997 se globalizó la inestabilidad financiera* hasta 2002, año en el cual la economía mundial ingresó a un período de estabilidad y crecimiento, interrumpido a partir de 2007 con la crisis financiera de los Estados Unidos. Una de las primeras fue planteada por Sachs (1995) luego de la crisis mexicana. Sostuvo que el mundo requería de un prestamista internacional de última instancia, bajo ciertas circunstancias. ¿Debía ser el FMI? La respuesta era negativa: “What the IMF needs more than new money is a new and clear vision of its mission, more in line with the financial realities of the 1990s than the 1940s”.⁸⁴ La propuesta de Sachs (1995) era que el FMI abandone sus prácticas usuales de préstamos y en lugar de ellas se transforme en una Corte Internacional de Quiebras. Ciertamente ello obligaba a rediseñar al FMI. La visión de Sachs (1995) causó un impacto considerable. Rogoff y Zettelmeyer (2002) sostuvieron que “a pesar que nunca fue formalmente publicada, la propuesta de Sachs hizo más para popularizar la idea de una quiebra internacional que toda la literatura precedente”.⁸⁵ De ahí en adelante, proliferaron diversas propuestas.

Eichengreen y Portes (1995) plantearon la creación de un Consejo de Tenedores de Bonos, así como la aprobación de una suspensión temporal de pagos, mientras ocurría la reestructuración (de esta forma, el país en moratoria podía negociar, sin que la deuda aumente por intereses acumulados). La idea más influyente fue la necesidad de incorporar una cláusula en los contratos de deuda, a través de la cual sea suficiente la opinión favorable de la mayoría de acreedores (y no de todos) para que proceda la reestructuración. Esta cláusula ya existía para los bonos colocados bajo la legislación inglesa, pero no en Nueva York, donde se requería unanimidad.

En 1996 apareció el Informe Rey, que rechazaba la propuesta de Sachs (1995). La razón principal estaba en el riesgo moral que generaban los paquetes de rescate internacionales. Proponía la inclusión de cláusulas de acción colectiva, de modo de evitar la necesidad de unanimidad por parte de los acreedores para iniciar una operación

⁸⁴ Véase, Sachs Jeffrey (1995), *Do we need an international lender of Last Resort?*, Frank Graham Lecture, Princeton University, p.3.

⁸⁵ Rogoff Kenneth y Jeromin Zettelmeyer (2002), *Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001*, IMF Working Paper WP/02/133, Washington, p.18. La traducción es libre.

de reestructuración.⁸⁶ Además de ello, sugería que el FMI provea el financiamiento solo si este último concluía que el país estaba siguiendo las políticas apropiadas y estuviera realizando un esfuerzo para llegar a un acuerdo con los acreedores privados.

Cuando explotó la crisis asiática en 1997, no se siguió la recomendación del Informe Rey, pues este era aplicable solo para deudas soberanas (deudas contraídas por los gobiernos) y como se sabe, el problema asiático radicaba en un exceso de deudas privadas interbancarias. Entonces el FMI condicionó la ayuda a una larga lista de reformas económicas y financieras, bajo la idea de que la implementación de las mismas restauraría la confianza de los inversionistas. Sin embargo, no se tomó en cuenta la resistencia política interna para la puesta en marcha de las reformas, con lo cual no se logró alterar las expectativas del mercado. El FMI había fallado no solo en el qué hacer, sino en el cómo hacerlo.

En esas circunstancias apareció la idea de involucrar al sector privado en la resolución de las crisis de deudas soberanas. Surgieron dos alternativas: la primera, denominada enfoque contractual, que se basaba en la introducción de cláusulas de acción colectiva en los contratos de endeudamiento vía bonos y que se usarían para facilitar la reestructuración de las deudas y la segunda, conocida como régimen estatutario, donde se crearía un régimen internacional de quiebras para enfrentar las reestructuraciones. La pregunta de fondo es la siguiente: cuando una reestructuración de una deuda soberana es inevitable, ¿cuál es el régimen apropiado para proveer una reestructuración ordenada, manteniendo al mismo tiempo un balance apropiado de los derechos de los acreedores y los deudores?

El tema es controversial. La necesidad de involucrar al sector privado nace de varias fuentes: en primer lugar, ante una crisis, los paquetes de rescate liderados por el FMI tienen un límite y crean un problema de riesgo moral. El dinero del FMI proviene las cuotas de los países miembros y del cobro de préstamos anteriores; en segundo lugar, en una operación de deuda, tanto los acreedores como los deudores son responsables, por lo que ambos deben asumir parte del costo. No tiene lógica que ante cada crisis el FMI y otras fuentes oficiales rescaten a los acreedores. Puesto de otro modo, el acreedor privado, al tener un grado de responsabilidad al otorgar el préstamo (léase comprar los bonos soberanos), también debe asumirla en caso el país deudor enfrente problemas de repago.⁸⁷

En el año 2001 Anne Krueger planteó la creación de un Mecanismo de Reestructuración de Deudas Soberanas (SDRM, por sus siglas en inglés), que sugería un procedimiento internacional de quiebras. Existen dos versiones de la propuesta de

⁸⁶ Las *cláusulas de acción colectiva* incluyen a su vez tres tipos de cláusulas, que limitan la capacidad de los acreedores disidentes para obstaculizar un acuerdo: la primera de ellas se refiere a que cualquier pago recibido por un tenedor de bonos debe ser compartido con otros (*sharing clause*); la segunda alude a la necesidad de respetar el acuerdo logrado por una mayoría de bonistas (*majority action clauses*); la tercera, denominada *collective representation clauses* se vincula con el hecho que cuando un país decide hacer una moratoria necesita establecer una contraparte con quién negociar. En consecuencia, la inclusión de estas cláusulas facilita el proceso de reestructuración pues, entre otros aspectos permite alterar las condiciones iniciales a partir del consentimiento de una mayoría y no de todos los tenedores de bonos.

⁸⁷ Nótese que en comparación con la crisis de la deuda de la década de los ochenta, la situación era diferente. En los años ochenta, el desafío fue cómo reestructurar préstamos de mediano y largo plazo de la banca internacional a los gobiernos; el plan Brady proveyó la solución. En los noventa, se trató de reestructurar bonos privados y soberanos, así como líneas de crédito interbancarias de corto plazo.

Krueger, aunque ambas se inspiran en el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos. La primera, a la que denominaremos Plan Krueger 1, listaba siete etapas para involucrar a los acreedores privados en la resolución de los problemas de deudas soberanas:

- Un gobierno que considera que tiene una carga de deuda insostenible solicitaría al FMI una confirmación de su propia evaluación.
- Si el FMI reconfirma la evaluación del gobierno, entonces autorizaría una suspensión temporal de pagos (*Standstill*) y demandas judiciales, mientras el país negocia con los acreedores privados.
- El gobierno implementa controles cambiarios para evitar la fuga de capitales.
- En simultáneo el gobierno debía negociar e implementar un programa apoyado por el FMI. A cambio recibiría soporte financiero del organismo multilateral.
- El país deudor y sus acreedores privados negociarían la reestructuración de la deuda, sin que el FMI imponga los términos de la misma.
- Creación de un tribunal independiente para solucionar las disputas legales entre los deudores y los acreedores privados.
- Respeto a la decisión de la mayoría de los acreedores, es decir, un enfoque similar a la introducción de cláusulas de acción colectiva. De esta manera, si una minoría de acreedores no estaba de acuerdo con los términos negociados y aprobados por la mayoría, no podría bloquear el proceso.

Ante el Plan Krueger I, el Tesoro de los Estados Unidos, sugirió un enfoque distinto, basado en la introducción de cláusulas de acción colectiva y de representación. Los acreedores debían estar representados por una especie de comité, que se encargaría de las negociaciones. El Plan Krueger II, delineado hacia 2002, también requería de modificaciones al Convenio Constitutivo del FMI y en la práctica combinaba elementos de la primera propuesta y de la respuesta del Tesoro de los Estados Unidos.

Otro planteamiento ha sido realizado por Ugarteche y Acosta (2003), quienes proponen la creación de un Tribunal Internacional de Arbitraje de la Deuda Soberana. Sostienen que en la actualidad el sistema internacional tiene dos espacios de resolución de conflictos financieros: el Club de París para la deuda oficial y el Club de Londres para la deuda bancaria. No existe un mecanismo para la resolución de los problemas con los tenedores de bonos, pues los Concejos de Tenedores de Bonos de Estados Unidos y Gran Bretaña, fueron desactivados en la década de los cuarenta del siglo XX.⁸⁸

Lo cierto y más allá de las propuestas, es que la retórica ha superado a los hechos. Desde 2003, el FMI ha incentivado a los países en desarrollo a emitir títulos de deuda externa con cláusulas de acción colectiva, que faciliten la negociación con los acreedores en caso de una futura moratoria. No obstante, al igual que en otros episodios históricos, las moratorias han llevado a prolongadas negociaciones que han mantenido al país en cuestión, sin acceso al mercado internacional de capitales. A la fecha no existe un mecanismo formal para enfrentar problemas de renegociación de deudas soberanas. Los mercados han *solucionado* los problemas sobre la base de un tratamiento

⁸⁸ En opinión de los autores mencionados, los países no quiebran, sino que cesan sus pagos de deuda y ello puede deberse a factores internos o externos al país. Por ello plantean la constitución de un Código Financiero Internacional, que incluya la creación del mencionado tribunal, conformado por dos árbitros nombrados por los acreedores, dos por los deudores y un quinto miembro, elegido por los cuatro primeros. Para mayores detalles, véase Ugarteche y Acosta (2003).

de *caso por caso*. Rusia (1998), Ucrania (2000), Pakistán (1999), Ecuador (2000) y Argentina (2001) son un ejemplo de lo anterior.

En otros campos se han registrado avances, como por ejemplo, en el reconocimiento de la necesidad de políticas macroeconómicas preventivas, el gradualismo en la velocidad de la liberalización financiera, en el sentido que su adopción debe estar acompañada de un sistema de regulación y supervisión financiera prudencial, para lo cual las instituciones internacionales establecieron estándares mínimos, etc.

6. Conclusiones: Lecciones de la Historia

Las crisis financieras son parte inherente del capitalismo. En primer lugar son crisis de deuda, sea privada o pública. En el primer caso, por lo general son bancarias, mientras que en el segundo tienden a ser fiscales. La lección es que no es posible vivir por encima de los medios de manera indefinida. En segundo lugar, la mayoría de crisis financieras comienzan con una burbuja, es decir, un ciclo de auge y caída en el precio de un activo financiado por un exceso de crédito. A lo largo de la historia han existido diversos activos sujetos de una burbuja, como los ferrocarriles, los bienes raíces, las acciones, instrumentos financieros nuevos, etc. En tercer lugar, no todo el aumento en el precio de un activo implica una burbuja si está respaldado por un cambio en los fundamentos. En otras palabras, si el aumento proviene de mayores expectativas sobre el crecimiento futuro de las ganancias empresariales o por una elevación de los ingresos de los individuos, entonces el aumento está justificado. Sin embargo, la falta de precisión en la determinación del nivel en el cual un aumento deja de ser justificado y solo corresponde a especulación, asegura que las crisis financieras seguirán apareciendo. En cuarto lugar, las crisis vienen precedidas por un período de quietud en que baja la tolerancia al riesgo y siempre se piensa que *esta vez es diferente*. *Los buenos tiempos son malos para aprender*. En quinto lugar, el colapso de la burbuja genera pérdidas de riqueza, pero no siempre genera una crisis financiera ni productiva. Depende del grado de apalancamiento de los inversionistas. En sexto lugar, los sistemas financieros son intensivos en información, por lo que es necesario regularlos y monitorearlos, pues están expuestos a períodos de euforia y manías especulativas. En séptimo lugar, no todas las crisis financieras de la historia han tenido efectos globales. Las crisis de 1825, 1929 y 2007 aparecen como las más representativas. En octavo lugar, ante una crisis financiera es necesaria una respuesta rápida y creativa de las autoridades a través de la inyección de liquidez y reestructuración del sistema financiero. En la Gran Depresión las medidas gubernamentales aparecieron en 1933, cuatro años después de iniciada la crisis, tanto financiera como económica. En noveno lugar, la respuesta usual de las autoridades es el aumento de la regulación. No obstante, con el paso del tiempo surgen innovaciones financieras que evaden la regulación existente. En décimo lugar, el crecimiento económico depende de la estabilidad financiera. En decimoprimer lugar, una crisis global requiere de una respuesta global.

En lo que respecta a la evolución del sistema monetario internacional también caben algunas conclusiones. En primer lugar, hasta 1914 estaba basado en el patrón oro y en la libre movilidad de capitales, sin instituciones internacionales que los regulen. Gran Bretaña, como eje, proveía la suficiente credibilidad para el funcionamiento del sistema. Antes de 1914, la persistencia de la libre movilidad de capitales se explica por la adherencia al patrón oro, que brindó la señal de que tanto los deudores como los

acreedores seguían las mismas reglas. Más aún, la dirección de los capitales fluía de los países centrales (Gran Bretaña, Francia, etc.) hacia sus antiguas colonias o a países con los cuales mantenían lazos comerciales, así como fuerte influencia política. En consecuencia, a fines del siglo XIX, los mercados de capitales eran percibidos como benignos. El rol de los gobiernos era la provisión de un marco general para su operación.

En segundo lugar, entre 1914 y 1945, las dos guerras mundiales y la Gran Depresión de 1929 interrumpieron el proceso. Luego, con los acuerdos de *Bretton Woods* de 1944 se retomó la tendencia previa a 1914 de manera gradual, pues el FMI permitía la imposición de controles de capitales con la finalidad de evitar el caos del período entreguerras. Sin embargo, este proceso cobró fuerza en 1971, cuando Estados Unidos abandona la convertibilidad del dólar al oro y los países quedaron libres de elegir su sistema cambiario. La era *Bretton Woods* de *tipos de cambio fijos pero ajustables* había llegado a su fin tras 27 años. Este hecho, combinado con el choque petrolero de 1973 dio inicio a un crecimiento dramático de la movilidad de capitales privados, tendencia que se acentuó en la década de los noventa, con una serie de innovaciones financieras, que eludieron el sistema regulatorio existente.

En tercer lugar, se mantienen los problemas de información asimétrica y marcos legales desfasados. Los inversionistas en los mercados financieros pasan por períodos de sobreoptimismo, combinados con otros de pesimismo. La materialización de esta *percepción* está en la alternancia de momentos de fuertes influjos de capitales con otros de salida de los mismos. De ahí la regulación, que tampoco es una idea nueva. Como sostienen Obstfeld y Taylor (2001), “Calls for the regulation and restriction of financial market activity have been with us since the earliest days”.⁸⁹ Dicho de otro modo, *la disciplina del mercado no es suficiente*. Bordo (2000) sugiere que tanto la disciplina del mercado como la intervención gubernamental, son necesarias para lograr los resultados deseados.

En cuarto lugar, como ya ha sido mencionado, las crisis financieras han existido desde la aparición del capitalismo. Antes de 1914 se observaron patrones similares de influjos de capitales y auges crediticios, seguidos de las tendencias opuestas. Bordo (2000) hace referencia a tres olas en el siglo XIX: la primera crisis, que terminó en una moratoria, ocurrió en 1825. Capitales de Gran Bretaña financiaron la infraestructura, así como proyectos mineros de oro y plata en las nuevas naciones de América Latina. Los países perdieron acceso al mercado internacional de capitales durante varias décadas, hasta que lograron renegociar sus compromisos en moratoria. La segunda ocurrió entre 1850 y 1870 que sirvió para financiar la construcción de ferrocarriles y culminó con la moratoria de 1873. La tercera, iniciada en la década de 1880 supuso masivos préstamos europeos para financiar el desarrollo interno de Argentina y Uruguay; finalizó con la crisis de 1890 y la insolvencia del *Banco Barings*. Estados Unidos también atravesó por episodios similares. En 1843 ocho estados declararon la moratoria ante los préstamos británicos para financiar el boom algodonero previo. La moratoria de 1930, comentada en este capítulo también es una prueba de la imperfección de los mercados financieros; prácticamente todos los países declararon la moratoria y tuvieron que pasar cuatro décadas para que la inversión en portafolio retomara la tendencia previa.

⁸⁹ Obstfeld y Taylor (2001), *op.cit.*, p. 13.

En quinto lugar, ¿bajo qué sistema monetario ha existido un mayor número de crisis? Eichengreen y Bordo (2001) comparan la severidad de las crisis financieras entre fines del siglo XIX y XX. Concluyen que antes de 1914 las crisis eran más frecuentes, pero menos severas. “Relative to the pre-1914 era of financial globalization, crises are twice as prevalent today”.⁹⁰ Sin embargo, las pérdidas productivas son de una magnitud similar antes y ahora. Encuentran limitada evidencia respecto de que existiera diferencia en el tiempo de recuperación de las mismas. Para una mayor precisión habría que distinguir el tipo de crisis. El cuadro 8 presenta el número de crisis para diversos períodos históricos. Los autores mencionados identifican una crisis cambiaria con un cambio forzado en la paridad, el abandono de un tipo de cambio fijo o un rescate internacional. Las crisis bancarias se vinculan con un desorden financiero que se materializa en una erosión de los agregados del sistema bancario. Las crisis gemelas aluden a episodios en los cuales se observan crisis cambiarias y bancarias en forma simultánea. En primer lugar, antes de 1913 tanto las crisis bancarias como cambiarias fueron mayores en número en los mercados emergentes, en comparación con los países industriales. En segundo lugar, después de 1973, se mantiene la misma tendencia. Esto es, *en los períodos de mayor movilidad de los capitales privados, ha ocurrido un mayor número de crisis en los mercados emergentes* (25 antes de 1914 y 95 después de 1973). En tercer lugar, entre 1919 y 1939, el número de crisis fue mayor en los países industriales. En cuarto lugar, las crisis cambiarias han aumentado con el tiempo, en especial en los mercados emergentes. En quinto lugar, las crisis gemelas han caracterizado a las economías emergentes desde 1973. En sexto lugar, en el período de *Bretton Woods* no existieron crisis bancarias, pero sí cambiarias. Esto último es esperable, pues el sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables, era un campo relativamente fértil para los ataques especulativos.

Cuadro 8
Números de Crisis – Distribución por Mercados

Años	Crisis Bancarias	Crisis Cambiarias	Crisis Gemelas	Todas las Crisis
Países Industriales				
1880-1913	4	2	1	7
1919-1939	11	13	12	36
1945-1971	0	21	0	21
1973-1997	9	29	6	44
Mercados Emergentes				
1880-1913	11	6	8	25
1919-1939	7	3	3	13
1945-1971	0	16	1	17
1973-1997	17	57	21	95

Fuente: Eichengreen Barry y Michael Bordo (2001), *Crisis Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?* Bank of England, Tabla 6, p.41.

Por estos hechos, los acuerdos de *Bretton Woods* en 1944, establecieron restricciones a la movilidad de capitales. No obstante, las crisis durante este período fueron crisis

⁹⁰ Eichengreen Barry y Michael Bordo (2001), *Crisis Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?*, Bank of England, p.29.

cambiarías, pues los especuladores atacaban las monedas cuando percibían que el FMI iba a autorizar una devaluación. En la década de los noventa las crisis financieras, en particular las crisis gemelas (véase cuadro 8) se sucedieron una tras otra con efectos nocivos en los niveles de actividad económica, así como en el desarrollo social.

En sexto lugar, los paquetes de rescate nacionales e internacionales, comunes en la década de los noventa y a partir de 2008, también existieron en el pasado. Antes de la segunda guerra mundial, eran otorgados por bancos privados, mientras que luego de la misma, por organismos financieros internacionales. Esto significa que la figura del prestamista de última instancia, más allá de la retórica, siempre existió. Inclusive, en la época del patrón oro, en muchas ocasiones el Banco de Francia estableció créditos temporales al Banco de Inglaterra y viceversa.

En séptimo lugar, Eichengreen y James (2001), luego de analizar la historia de las reformas monetarias y financieras internacionales a fines del siglo XIX y fines del siglo XX, concluyen que el consenso necesario para las reformas solo se desarrolla cuando la reforma es percibida como esencial para la defensa del funcionamiento del sistema comercial global. Sostienen que en la mayoría de períodos el sistema monetario y financiero internacional ha evolucionado de manera gradual y descentralizada, en respuesta a las fuerzas del mercado. “Discontinuous reform at a more centralized level – that is, reforms agreed to and implemented by groups of governments – occur only when problems in the monetary and financial system are seen as placing the global trading system at risk”.⁹¹ Agregan que nunca ha existido un consenso comparable sobre los beneficios de la apertura del mercado internacional de capitales con el objetivo de lograr eficiencia, estabilidad y crecimiento. De ahí que las crisis financieras que no ponen en riesgo al sistema comercial, difícilmente sirven como catalizador de las reformas. Un ejemplo serían los acuerdos de *Bretton Woods* de 1944. En contraste, luego de la Gran Depresión de 1929, no existía un consenso con respecto de los beneficios del libre comercio; el resultado fue que no hubo reforma significativa alguna en el sistema monetario internacional.

En el siglo XIX, como a fines del siglo XX, los esfuerzos de reformas estuvieron centrados en el diseño de estándares internacionales para estimular y estabilizar las transacciones internacionales; la diferencia estriba que la presión para las reformas institucionales, así como la armonización de los intereses para la expansión del comercio internacional, se focalizaron en un estándar monetario estrechamente definido, es decir, el patrón oro. Luego de la segunda guerra mundial, el estándar estuvo conformado por los artículos contenidos en el Convenio Constitutivo del FMI. A inicios del siglo XXI, el rango de estándares monetarios y financieros que los países debían conformar era mayor, pues no solo incluía los códigos de conducta monetaria y fiscal del FMI, sino una amplia lista de estándares financieros internacionales que cubrían diversas áreas relacionadas con la regulación y supervisión, procedimientos de insolvencia, etc. Sin embargo, como sugieren Eichengreen y James (2001), “while the scope of this commitments is unprecedented, their nature is not: the new approach is a throwback to the XIX century insofar as the markets rather than the multilaterals are the

⁹¹ Eichengreen Barry y Harold James (2001), *Monetary and Financial Reform in Two Eras of Globalization (and in between)*, Paper prepared for the NBER Conference on the History of Globalization, Santa Bárbara, California, p.1.

ultimate arbitrators of countries compliance”.⁹² A pesar de ello, la crisis iniciada en 2007 y la Gran Depresión, fueron las más dañinas de la historia.

En síntesis, mientras que en el siglo XIX, la adherencia al patrón oro era percibida como condición necesaria y suficiente para que un país participe de manera activa en los mercados internacionales de capital, a fines del siglo XX, la adherencia a un estándar monetario es insuficiente. El cambio refleja el grado de integración financiera, que prácticamente ha borrado los límites entre los mercados financieros internacionales y domésticos. Ello ha llevado al reconocimiento de que las medidas para fortalecer y estabilizar los mercados financieros domésticos sean un prerrequisito para la estabilidad financiera internacional.

7. Bibliografía

Akerlof y Shiller (2009), *Animal Spirits*, Princeton University Press.

BIS (2009), *Reporte Anual 2009*, Basilea.

Blanchard Olivier (2006), *Macroeconomía*, Cuarta Edición, Madrid

Block Fred (1980), *Los Orígenes del Desorden Económico Internacional*, Fondo de Cultura Económica, Primera Edición en Español

Bordo Michael (2008), *An historical perspective on the crisis of 2007-2008*, NBER Working Paper 14569, Cambridge.

Bordo Michael y Harold James (2009), *The Great Depression Analogy*, NBER, Working Paper N° 15584, Cambridge

Calomiris Charles (2008), “The Subprime Turmoil: What’s Old, What’s New and What’s Next”, *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium

Calomiris (2009), *Banking Crisis and the Rule of the Game*, NBER, Working Paper N° 15403, Cambridge.

Calomiris, Klingebiel y Laeven (2004), *A Taxonomy of Financial Crisis Resolution Mechanisms: Cross Country Experience*, Policy Research Working Paper Series, N° 3379, Washington, The World Bank.

Cepal (2004), *Panorama Social de América Latina 2009*, Santiago de Chile

De Long y Summers (1988), How does macroeconomic policy affect output?, en *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 433-80.

Eichengreen (1988), *Resolving Debt Crises: An Historical Perspective*, NBER, Working Paper N° 2555, Cambridge

⁹² *Ibid.*, p.41.

Eichengreen Barry (1996), *La Globalización del Capital. Historia del Sistema Monetario Internacional*, Antoni Bosch editor, Barcelona

Eichengreen Barry (2009), *From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons*, Research Paper presented at the 50th Economic Policy Panel Meeting, Tilburg

Eichengreen Barry y Harold James (2001), *Monetary and Financial Reform in Two Eras of Globalization (and in between)*, Paper prepared for the NBER Conference on the History of Globalization, Santa Bárbara, California

Eichengreen y Portes (1995), *Crisis, What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, Londres, CEPR.

Eichengreen Barry y Michael Bordo (2001), *Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?*, Bank of England

Eichengreen Barry y Peter Temin (1997), *The Gold Standard and the Great Depression*, NBER, Working Paper N° 6060, Cambridge

Ergungor (2007), *On the resolution on financial crisis: The swedish experience*. Policy Discussion Paper 21, federal reserve Bank of Cleveland.

Fleckenstein (2009), *Las burbujas de Alan Greenspan. Su paso por la reserva federal*, México, McGraw Hill.

FMI (2002), *World Economic Outlook 2002*, April, Washington

FMI (2009), *World Economic Outlook 2009*, October, Washington

Friedman Milton (1980), *Libertad de Elegir*, Biblioteca de Economía, Ediciones Orbis S.A., Barcelona

Friedman Milton y Anna Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

Held David, Mcgrew Anthony, Goldblatt David y Jonathan Perraton, (1999), *Global Transformations: Politics, Economics and Culture*, Polity Press, Cambridge

Galbraith (1961), *The Great Crash 1929*, Third edition, New York, Houghton Mifflin Company.

Garber (2000), *Famous First Bubbles. The Fundamentals of Early Manias*, Cambridge, The MIT Press.

Gorton (2009), *Slapped in the Face by the invisible hand: Banking and Panic of 2007*. Prepared for the Federal reserve Bank of Atlanta 2009 Financial Markets Conference: Financial, innovation and Crisis, Atlanta.

James (2003), *El fin de la globalización. Lecciones de la Gran Depresión*, México, Editorial Océano de México.

Keynes (1936), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, novena reimpresión, México, Fondo de Cultura Económica.

Kindleberger y Aliber (2005), *Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crisis*, quinta edición, New Jersey, John Willey and Sons INC.

Mackay Charles (1848), *Memoirs of Extraordinary Popularv Delusions and the Madness of Crowds*, disponible en internet, /www.econlib.org/library/Mackay/macEx.html

Mishkin (2008), *Moneda, Banca y Mercados Financieros*, octava edición, Pearson education

Nanto (2008), *The US Financial Crisis: lessons from japan*. CRS Report to the Congress, RS22960, Washington, Congressional Research Service.

Obstfeld Maurice y Alan Taylor (2002), *Globalization and Capital Markets*, NBER, Working Paper N° 8846, Cambridge

Ostrup, Oxelheim y Wihlborg (2009), *Origins of Financial Crisis: Lesssons from the Current and Northern European Crisis*. Reseach Institute of Industrial Economics, IFN Working Paper 796, Estocolmo.

Parodi Trece Carlos (2003), *La Crisis Argentina. Lecciones para América Latina*, Universidad del Pacífico, Centro de Investigación, Lima.

Parodi Trece Carlos (2008), *Globalización: ¿De qué y para qué? Lecciones de la Historia*, Lima, segunda reimpresión, Universidad del Pacífico, Centro de Investigación

Parodi Trece Carlos (2009), *Globalización y Crisis Financieras Internacionales*, cuarta reimpresión, Universidad del Pacífico, Centro de Investigación, Lima

Pérez Esteban, Titelman Daniel y Ramón Pineda (2009), *The current global financial crisis: What was really “purely prime”?*, Cepal, Development Studies Section, Santiago de Chile

Reinhart y Rogoff; véase Reinhart Carmen y Kenneth Rogoff (2008), *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, NBER Working Paper N° 13882, Cambridge.

Reinhart Carmen y Kenneth Rogoff (2008b), “Is the 2007 US Subprime Crisis so Different? An International Historical Comparison”, en *American Economic Review* 98, N° 2,

Reinhart Carmen y Kenneth Rogoff (2009), *The Aftermath of Financial Crises*, NBER Working Paper N° 14656, Cambridge

Rogoff Kenneth y Jeromin Zettelmeyer (2002), *Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001*, IMF Working Paper WP/02/133, Washington

Romer Christina (2009), *Lessons from the New Deal*, Testimony before the Economic Policy Subcommittee Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, March 31, Washington

Romer Christina (1992), "What Ended the Great Depression?", en, *The Journal of Economic History*, vol. 52, N° 4, pp. 757-784.

Roubini Nouriel y Stephen Mihm (2010), *Crisis Economics*, The Penguin Press, New York

Sachs Jeffrey (1995), *Do we need an international lender of Last Resort?*, Frank Graham Lecture, Princeton

Shiller (2001), *Irrational Exuberance*, New York, Broadway Books.

Sornette (2003), *Why Stock Markets Crash*, Princeton University Press, New Jersey

Sturzenegger Federico (2002), *Default Episodes in the 90s: Factbook, Tool-kit and Preliminary Lessons*, Business School, Universidad Torcuato Di Tella, Argentina

Temin (1994), *The Great Depression*, NBER Historical Paper N° 62, Cambridge.

Temin (2010), *The great recession and the great depression*, NBER, Working Paper 15645, Cambridge.

Ugarteche y Acosta (2003), *A favor de un Tribunal Internacional de Arbitraje de la Deuda Soberana*, Cuadernos de Discusión 2, América Latina en el Sistema Mundial. Cuenca, ILDIS.

White (1990), "The Stock Market Boom and Crash of 1929 revisited", en, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, N° 2, pp. 67-83.