

---

# TIEMPOS DE INCERTIDUMBRE. CAUSAS Y CONSECUENCIAS DE LA CRISIS MUNDIAL

---

César Ferrari\*

Hace poco más de tres décadas, John Kenneth Galbraith, profesor insigne de la Universidad de Harvard, escribió *La era de la incertidumbre*, base de una famosa serie de televisión de la BBC que se divulgó en 1977. En su prólogo, el profesor Galbraith explicaba la razón del título; no sólo era simple y directo sino que resumía el tema del libro: el contraste entre la certeza de las ideas económicas y sociales que predominaban en el siglo XIX y comienzos del XX y la incertidumbre con que se abordaban los problemas en ese momento.

Poco después, la incertidumbre fue abandonada por los seguidores del monetarismo y de la “nueva economía clásica”, y en las ciencias políticas un conocido autor estadounidense, Francis Fukuyama (1992), pronosticó el fin de la historia. Estaban convencidos de que sus postulados de democracia representativa y libre mercado sin intervención del Estado serían permanentes. Parecía darles la razón el fin del llamado sarcásticamente “socialismo realmente inexistente” como alternativa de organización política y económica, como consecuencia de sus propias contradicciones e ineficiencias.

Pero la actual crisis económica ha terminado ese triunfalismo y derrumbado la certeza de que esos postulados serían permanentes; igual que la certeza del siglo anterior, ha sido sustituida por una gran

\* Doctor en Economía, profesor titular del Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, Colombia, [ferrari@javeriana.edu.co]. El autor agradece los comentarios y sugerencias de Álvaro Montenegro y Mary Berríos, profesores de la Universidad Javeriana. Los errores que subsisten y las propuestas son responsabilidad del autor y no comprometen a la institución a la que está vinculado. Fecha de recepción: 13 de noviembre de 2008, fecha de modificación: 20 de noviembre de 2008, fecha de aceptación: 3 de diciembre de 2008.

incertidumbre sobre el devenir del capitalismo. Incertidumbre que se empezó a hacer patente desde mediados de 2007, con una sucesión de noticias sorprendentes. Primero, las inyecciones de liquidez de la Reserva Federal estadounidense (FED) y del Banco Central Europeo (BCE) a los principales bancos internacionales para salvarlos de su iliquidez, en montos mayores que varios PIB latinoamericanos.

Luego, la reducción sistemática de la tasa de interés de la FED; el BCE redujo la suya el 8 octubre de 2008 coordinadamente con los bancos centrales del mundo desarrollado. A comienzos de 2008 el gobierno de Estados Unidos otorgó ayudas fiscales en forma de devolución de impuestos. Después, ante la insuficiencia de esas medidas para contener la crisis, los gobiernos europeos y el de Estados Unidos anunciaron y llevaron a cabo la nacionalización parcial de sus principales bancos, garantizando todos los depósitos bancarios.

Además, va en aumento la solicitud de ayudas de las empresas del sector real, que viven situaciones cada vez más complicadas. Europa anunció la creación de fondos soberanos para ese fin y para evitar que caigan en mano de chinos, rusos y árabes. Y el presidente electo de Estados Unidos anunció su apoyo a un nuevo paquete de ayudas fiscales –con devolución de impuestos, igual que el primero– y construcción de infraestructura, así como su disposición a ayudar a las empresas, en particular a aquellas que producen automóviles a las que califica, no sin razón, de eje de la industria manufacturera de su país.

Y hace poco, ante la amenaza de su propia desaceleración a causa de la crisis de los países desarrollados, China, con la mayor participación en el crecimiento de la economía mundial, anunció un importante paquete de ayudas fiscales.

Todas esas medidas intentan resolver una crisis muy grave y evitar una depresión mundial. Sólo la gravedad puede explicar que los gobernantes europeos y estadounidenses abandonen una ideología que desde la teoría y la práctica promovió obsesivamente la desregulación de los mercados y la reducción de la intervención del Estado en la economía. Paradojas del capitalismo: el Estado termina salvando a quien quería liquidarlo, igual que en 1929.

Pero, ¿es sólo una crisis financiera o una colosal crisis económica cuyo aspecto más visible es el financiero por la notoriedad de bolsas y tasas de cambio?, ¿cómo apareció?, ¿qué efectos tendrá?, ¿cuáles son las soluciones? Estas no son nada claras: los gobiernos dicen y desdicen sobre lo que harán; parecen reaccionar ante hechos consumados en el intento de evitar que se agraven.

Parafraseando a Galbraith, son los nuevos tiempos de incertidumbre los que este artículo intenta explorar y analizar, sus causas, manifestaciones, efectos y paradojas.

## NATURALEZA Y CAUSAS DE LA CRISIS

La crisis no es sólo financiera, tampoco apareció por obra de magia. Está ligada a decisiones monetarias que primero afectaron al sector real. Sus efectos se trasladaron al sector financiero, que operaba sin un control adecuado, con consecuencias que perjudicaron al sector real, y así sucesivamente.

El 3 de enero de 2001 la tasa de interés de la FED era del 6,5%<sup>1</sup>. Desde entonces la redujo sistemáticamente y el 6 de noviembre 2001 era del 1,75%. El presidente de la FED, Alan Greenspan, intentaba reactivar así la economía estadounidense aumentando el crédito hipotecario y de consumo; para algunos, fue su contribución a la legitimidad del presidente George Bush, recién elegido por el voto electoral que contradijo al voto popular, mediante la neutralización de votos dudosos por el gobernador de la Florida, hermano suyo. Y tuvo éxito. La expansión del consumo y de la construcción llevó a un aumento de la producción y de las importaciones de materias primas y manufacturas. Estas últimas suministradas principalmente por China e India, que demandaron más materias primas, redujeron su pobreza y demandaron más alimentos y combustibles.

Entre tanto, las hipotecas se vendían a bancos más grandes, que creaban derivados financieros que vendían a otros bancos, que a su vez los empaquetaban en otros derivados y los volvían a vender. Así, se difundieron por todo el mundo. Las calificadoras de riesgo, contratadas por esos mismos bancos, certificaban su seguridad. No existía regulación sobre los derivados, los bancos de inversión que los generaban ni las calificadoras que los certificaban.

La guerra de Irak redujo la oferta de petróleo. Los subsidios a los biocombustibles y la alta rentabilidad petrolera disminuyeron las tierras para producir alimentos y, por tanto, la oferta de alimentos. Ocurrió lo que era obvio: los precios internacionales de los alimentos se elevaron y se sumaron a también crecientes precios del petróleo y

<sup>1</sup> Los datos estadísticos de la economía estadounidense citados están tomados de fuentes oficiales: Federal Reserve System, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, salvo indicación diferente.

los metales. Con ellos, sus productores y los que les vendían bienes y servicios tuvieron su bonanza, particularmente en América Latina.

Los incrementos de precios se reflejaron en las canastas de los consumidores de todo el mundo y los bancos centrales empezaron a subir su tasa de interés, supuestamente para reducir la demanda interna y la inflación. Entre junio de 2004 y septiembre de 2007 la FED elevó su tasa del 1,0% al 5,25%. Pero la inflación, impulsada por los precios internacionales, se aceleró. En Estados Unidos fue del 2,6% en 2006, del 4,1% en 2007 y del 5,6% a julio de 2008. Sólo con la caída de los precios internacionales la tasa mensual comenzó a bajar: 0,8% en julio de 2008, -0,1% en agosto, 0% en septiembre.

La consiguiente elevación de las tasas hipotecarias (del 5,05% a comienzos de 2004 al 6,74% en junio de 2007 para créditos a 30 años) junto con la de los precios de los alimentos y de los combustibles produjo dos efectos indeseables: los prestatarios dejaron de pagar sus hipotecas: a mediados de 2007 las originadas a principios de 2006 tenían una morosidad del 23%; y los compradores de vivienda se desanimaron, el stock de casas sin vender aumentó y se produjo una crisis inmobiliaria: en 2007 la venta de viviendas nuevas cayó en un 26% y la de viviendas usadas en un 13%.

Los efectos adicionales fueron graves: la inversión residencial disminuyó el 13% en 2006 y el 19% en 2007; la construcción de viviendas nuevas cayó en un 29% en 2007; aumentó la tasa de desempleo: al 4,4% de la fuerza laboral en diciembre de 2006 y al 5% en diciembre de 2007; se redujo el ingreso y muchos más deudores dejaron de pagar sus hipotecas; la sobre-oferta de viviendas redujo su precio: según la Asociación Nacional Inmobiliaria, los precios de febrero de 2008 con respecto a los de febrero de 2007 cayeron nacionalmente en un 12,7% (en Miami y Fort Lauderdale descendieron en un 25% y en algunas ciudades de California en cerca del 50%).

## **LAS MEDIDAS DE POLÍTICA Y MÁS CONSECUENCIAS**

En vista de la situación, la FED empezó a bajar sistemáticamente su tasa de interés desde septiembre de 2007; a mediados de octubre de 2008 descendió al 1%. Para algunos prestatarios morosos esto no ayudó a cubrir atrasos y reanudar los pagos. Para otros, fue irrelevante: sin empleo no hay ingreso para consumir, menos para pagar créditos atrasados o nuevos.

Con la caída del precio de las viviendas sus hipotecas quedaron sin respaldo, lo que junto a las hipotecas impagas dejó en descubierto a

sus derivados financieros y a los derivados de esos derivados. Los inversionistas devolvieron papeles y retiraron fondos, dejando ilíquidos a los bancos de inversión. Pese a las inyecciones de liquidez de la FED y del BCE, por montos que hace unos meses superaban los 700 mil millones de dólares, muchos quebraron, fueron absorbidos o se convirtieron en bancos comerciales para tener acceso al apoyo estatal.

Ante las pérdidas bancarias, los accionistas empezaron a vender sus acciones. Se les sumaron los accionistas de las empresas manufactureras afectadas por la reducción del crédito y de las ventas (entre septiembre de 2007 y de 2008 las de automóviles cayeron en un 21,6%) o del sector primario con precios internacionales en descenso. La venta masiva de las acciones se reflejó en las bolsas, que cayeron estrepitosamente. En un año, hasta el 16 de octubre de 2008, el índice compuesto del New York Stock Exchange cayó un 38,7%, el de tecnología un 32,1%, el financiero un 43,3% y el de energía un 41,9%.

Todo ello implica una fuerte descapitalización de las empresas manufactureras, que deben reducir su nivel de actividad, y de las empresas bancarias obligadas a reducir el nivel de crédito, afectando aún más a las primeras. Es la recesión; podría ser la depresión.

Por ello, para evitar el colapso del sistema bancario abrumado por los retiros de depósitos, en octubre de 2008 los gobiernos primero decidieron garantizar los depósitos<sup>2</sup>, y luego capitalizar las empresas bancarias; en Estados Unidos por 250 mil millones de dólares, una parte de los 700 mil millones que aprobó el Congreso, cuya aprobación no estuvo exenta de dificultades. La propuesta, presentada con urgencia en noviembre de 2008 por el gobierno, para comprar los “activos tóxicos” de los bancos e impedir su colapso por falta de liquidez, fue rechazada por la Cámara de Representantes. La mayoría de los republicanos votó en contra, contra su propio gobierno, aduciendo la inconveniencia de la intervención del Estado en los mercados.

Finalmente, ante la gravedad de la situación, el Congreso aprobó la iniciativa y, siguiendo el ejemplo de los europeos, incluyó la posibilidad de que parte de los 700 mil millones de dólares se empleara en capitalizar los bancos. De hecho, los bancos más importantes de

<sup>2</sup> El 2 de octubre de 2008, Irlanda fue el primer país europeo que garantizó la totalidad de los depósitos de su sistema bancario, por 400 mil millones de euros. La medida produjo una corrida de depósitos en los bancos ingleses cuyo gobierno también se vio obligado a dar esa garantía. Casi inmediatamente el resto de gobiernos europeos tuvo que ofrecer similar garantía (Bloomberg, 5 de octubre, 2008).

Estados Unidos ya recibieron esos recursos a cambio de acciones preferenciales que no dan derecho a intervenir en la gestión. Una de las razones de este primer uso de los recursos es la dificultad práctica para determinar el precio al que se deben comprar los activos tóxicos, sin beneficios indebidos para empresas ineficientes ni insuficiencias que no les proporcionen los recursos que necesitan.

Pero, como reflejo de las dificultades y de las incertidumbres de las autoridades para dar una solución efectiva a la crisis, el 12 de noviembre de 2008 el secretario del Tesoro anunció que ya no emplearía los recursos aprobados para comprar activos tóxicos y que era preferible utilizarlos para garantizar el flujo de crédito a los consumidores –tarjetas de crédito, créditos hipotecarios, para compra de automóviles, estudiantiles y de consumo– a fin de reactivar la demanda y con ello la recuperación de la industria estadounidense<sup>3</sup>.

Pero las sumas requeridas para recuperar las economías y rescatar a las empresas bancarias y no bancarias son tan grandes que está en duda la capacidad de los Estados para asumirlas, tanto del estadounidense como de los europeos. El primer ejemplo es Islandia, uno de los países europeos cuyos bancos tenían un nivel de apalancamiento superior al PIB del país. El Estado no tuvo capacidad para rescatarlos y debió acudir en búsqueda de ayuda internacional para cumplir sus obligaciones crediticias e impedir el colapso de la economía<sup>4</sup>. Así, como consecuencia de la desregulación de los mercados bancarios y de la crisis mundial, Islandia pasó en dos décadas de ser un país de pescadores a ser un centro financiero mundial, para volver de nuevo a ser un país de pescadores. Paradojas del capitalismo.

Por ello, lo más probable es que los países que acumularon la liquidez del mundo en la época de auge, China, Rusia y los países árabes –el primero por los excedentes de balanza de pagos acumulados en forma de reservas internacionales (2 millones de millones de dólares a noviembre de 2008), los segundos por los elevados precios del petróleo acumulados en fondos soberanos–, sean los que acaben capitalizando

<sup>3</sup> Bloomberg (12 de noviembre, 2008).

<sup>4</sup> El 24 de octubre de 2008, el FMI acordó prestarle 2,1 miles de millones de dólares después de que colapsaron sus tres bancos más grandes y la moneda nacional. La suma requerida para rescatar la economía sería de unos 6 mil millones. A la fecha, Islandia ha asegurado créditos por 635 millones de Noruega, 51 millones de las Islas Faroe (pertenecientes a Dinamarca) y 200 millones de Polonia. La Unión Europea está en el proceso de otorgar un pequeño crédito. El FMI estima que la economía de Islandia se contraerá en un 10% en 2009 (Bloomberg, 10 de noviembre, 2008).

a esas empresas. Paradojas del capitalismo: acabarán comprando lo que no pudieron derrotar ideológica y militarmente.

También emplearán sus recursos para atenuar los efectos de la recesión de las economías desarrolladas sobre sus propias economías. Para ese efecto, tratarán de subsanar la reducción de la demanda de los países desarrollados con un aumento de la demanda interna, aunque tome algún tiempo, un par de trimestres, desde su puesta en marcha. El ejemplo es China. Para sostener su economía, el 9 de noviembre de 2008 el gobierno de ese país anunció un plan, que algunos llaman el “New Deal” chino y que incluye gasto fiscal en inversiones y gastos sociales hasta 2010, y una política monetaria relativamente laxa. Este plan, de 586 mil millones de dólares, representa cerca del 80% del gasto fiscal en 2007<sup>5</sup>.

## LOS ERRORES DE POLÍTICA ECONÓMICA

La crisis económica actual no apareció del aire; tampoco es un ciclo más del desarrollo económico natural de los países, con momentos de aceleración y desaceleración del crecimiento. Un nuevo ciclo es, en esencia, el resultado de cambios en las productividades o rentabilidades sectoriales que inducen nuevas asignaciones de recursos entre sectores con relaciones factoriales distintas y que, por tanto, crecen a ritmos diferentes.

En cambio, el mismo ex presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan describe la crisis actual como un “tsunami crediticio que ocurre una vez cada siglo”<sup>6</sup>. Esta es consecuencia de graves errores de política económica del gobierno Bush. Ex post parece sencillo identificarlos. Lo que es difícil entender es por qué las políticas monetaria,

<sup>5</sup> El plan del gobierno chino incluye inversiones en vivienda de interés social, infraestructura en áreas rurales, carreteras, ferrocarriles y aeropuertos. Además, deducciones de impuestos en la compra de maquinaria y activos fijos similares para reducir los costos de las empresas y estimular la inversión; aumento de los precios de las compras estatales y de los subsidios a los agricultores y subsidios compensatorios a los pobladores urbanos de menores ingresos. El gobierno también anunció la eliminación de las cuotas de crédito que limitaban los créditos bancarios para ayudar a las pequeñas empresas (Bloomberg, 10 de noviembre, 2008).

<sup>6</sup> En una declaración ante un comité de la Cámara de Representantes de Estados Unidos, el 23 de octubre 2008, Alan Greenspan admitió que su ideología de mercados libres y en contra de las regulaciones estatales tenía fallas. Tal declaración contradecía abiertamente una no muy lejana, de mayo de 2005, en la cual aseguraba que “las regulaciones privadas han probado, generalmente, ser más eficientes que las regulaciones gubernamentales para controlar comportamientos excesivamente propensos al riesgo” (Bloomberg, 23 de octubre, 2008).

fiscal y de desregulación aplicadas durante su mandato fueron alabadas en esos años por las corrientes ideológicas y académicas prevalentes, y hoy son responsabilizadas de la crisis y seguramente serán modificadas en el nuevo gobierno del presidente Obama. Conviene señalarlas de manera puntual.

La política monetaria fue sumamente volátil: en 2001 la FED redujo la tasa de interés del 6% al 1,75%, en 2003 hasta el 1% para promover el crecimiento, en 2005-2006 la elevó hasta el 5,25%, supuestamente, para reducir la inflación, sin éxito, y sin considerar sus efectos sobre prestatarios y productores; en 2007-2008 la volvió a reducir hasta el 1% para evitar la recesión.

La política fiscal redujo los impuestos a los mayores ingresos y el gasto civil, y aumentó el gasto militar generando un déficit fiscal gigantesco que hoy entorpece la solución de la crisis. Al mismo tiempo, como ya se mencionó, otorgó subsidios a la producción de biocombustibles que llevaron a una reducción de la producción de alimentos en un momento en que su demanda aumentaba, lo que provocó un aumento de los precios. Esta inflación de precios, sumada a la de los combustibles y metales y al aumento de las tasas de interés, hizo inviable el pago de las hipotecas inmobiliarias, lo que llevó al derrumbe de los derivados financieros, a la iliquidez y, finalmente, a la insolvencia de los bancos. Ni las inyecciones de liquidez ni las menores tasas resolvieron el problema.

La política reguladora, en un evidente contexto de información asimétrica, evitó normar a los bancos de inversión y a los derivados financieros; se pregonaba la autorregulación. Tampoco reguló a las calificadoras de riesgo, que tenían evidentes conflictos de interés en la calificación de derivados emitidos por los bancos que pagaban la calificación.

## **LA VICTORIA ELECTORAL DE BARACK OBAMA: EL FIN DE UNA INCERTIDUMBRE**

En estas circunstancias, debido a que en buena parte es resultado de la más grave crisis económica desde la Gran Depresión, y por lo que representa en términos de cambio, es inevitable considerar la victoria de Barack Obama en las elecciones de noviembre de 2008 a la presidencia de Estados Unidos.

Obama ganó, entre otras razones, porque durante la campaña mostró más control de sí mismo, perfil reflexivo, tolerante y de estadista e inspiró más confianza para superar la crisis. También prometió



el cambio de personas, ideología, políticas y actitudes que la crisis requiere. Fue el fin de una incertidumbre política; aunque el fin de la incertidumbre económica esté distante.

Por su persona y su historia, Obama encarna la superación de los prejuicios raciales de sus compatriotas, cuatro décadas después de las marchas por los derechos civiles de la minoría racial a la que pertenece, así como la realización del sueño estadounidense, la superación personal sin límites con base en los méritos propios.

Su victoria fue muy distinta a la cuestionada victoria de George Bush hace 8 años. Ganó en forma contundente: obtuvo el 52% del voto popular y 349 votos electorales, contra el 46% y 162 votos de su oponente. Sufragó por él el 64% de los post-graduados, el 61% de los adultos jóvenes, el 67% de los latinos y el 99% de los afroamericanos<sup>7</sup>. Sin duda, en parte por efecto del desprestigio nacional y mundial de su predecesor.

Pareciera que la historia se repite. En 1932, un presidente demócrata, parálítico como secuela de la polio, Franklin Delano Roosevelt, sucedió a un incompetente presidente republicano, Herbert Hoover, quien tres años después de estallar la depresión mundial aún esperaba a que la economía se arreglara por sí sola. Esta vez, un nuevo presidente demócrata, en aparente desventaja por su raza, reemplazará a otro incompetente presidente republicano que acabó actuando en contra de su ideología ante una crisis que se vislumbra tan grave como la de entonces, aunque sus partidarios se oponían a la adopción de tales medidas y muchos sigan dudando de las mismas.

La elección de Obama no es sólo un triunfo personal, lo es también del Partido Demócrata, que seguramente controlará la Cámara de Representantes y el Senado durante largo tiempo; igual que durante la Gran Depresión y los años posteriores, la Cámara entre 1933 y 1945 y el Senado entre 1933 y 1947. Lo que podría ser una sabia decisión del electorado pues una crisis de la envergadura de la actual requiere políticas oportunas que no admiten cuestionamientos ideológicos o partidarios.

## **LA CRISIS Y LOS DESAFÍOS DEL PRESIDENTE OBAMA**

Esta preferencia electoral no es para menos. Desde el 20 de enero próximo, cuando Barack Obama asuma la presidencia, las cosas no

<sup>7</sup> Agencia EFE.

le serán tan “fáciles”. Encontrará un desafío gigantesco y otros igualmente complicados: superar una recesión que puede convertirse en depresión mundial, regular los mercados financieros, reconstruir el Estado de Bienestar, superar dos guerras y reconstruir las relaciones de Estados Unidos con el mundo.

Los datos de la recesión se acumulan en forma creciente. Según el Bureau of Economic Analysis, en el tercer trimestre de 2008 la tasa anual de crecimiento del PIB estadounidense fue de -0,3% y el déficit fiscal federal pasó de 330,7 mil millones de dólares en el segundo trimestre a 600 mil millones (más de 3 veces el PIB colombiano) en el tercer trimestre. Según la Reserva Federal, entre septiembre de 2008 y septiembre de 2007 la producción manufacturera cayó el 4,8%, la minera el 3,6% y la de servicios públicos el 2,1%. El descenso se registró en todo tipo de bienes, tanto en la producción de bienes de consumo final (-5%) como en la de maquinaria y equipos para empresas (-7%), bienes para la construcción (-6,5%) y materiales (-3,9%).

A mediados de noviembre de 2008 parecía estar concretándose la inminente quiebra de General Motors (GM), la empresa industrial más grande de Estados Unidos y emblema de su economía. Las pérdidas de GM desde diciembre 2004 son de 73 mil millones de dólares. La quiebra de la industria automovilística estadounidense produciría un desempleo de más de 3 millones de personas en el primer año, el ingreso personal caería 150 mil millones de dólares y las pérdidas fiscales serían de 156 mil millones en tres años. GM, Ford Motor Company y Chrysler LLC están solicitando 25 mil millones de ayuda estatal para afrontar la crisis de la industria<sup>8</sup>.

Por otra parte, según el Bureau of Labor Statistics, el desempleo llegó al 6,5% en octubre de 2008. La pérdida de puestos de trabajo fue de 240 mil en octubre y de 284 mil en septiembre. La pérdida de puestos de trabajo en los 10 primeros meses de 2008 llegó a 1,2 millones, más de la mitad durante los tres últimos meses.

En octubre de 2008 el índice de precios al consumidor cayó un 1%, la mayor caída desde 1947<sup>9</sup>, sugiriendo una posible deflación en los próximos meses. A su vez, entre agosto de 2007 y agosto de 2008 el precio promedio de las viviendas en las 20 ciudades más importantes de Estados Unidos cayó el 16,6% y en las 10 principales el 17,7%<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Bloomberg (18 de noviembre, 2008).

<sup>9</sup> Bloomberg (20 de noviembre, 2008).

<sup>10</sup> Home Price Index de S&P/Case-Shiller.

Y entre los meses de noviembre de 2007 y 2008 el índice Dow Jones cayó el 36%. En octubre de 2008, más de cien de los bancos mundiales más grandes reconocían pérdidas de activos y créditos por 685,4 mil millones de dólares.

### **LAS PROPUESTAS DEL PRESIDENTE OBAMA**

En sus planes, el presidente electo considera otro paquete de ayuda fiscal por 175 mil millones de dólares que incluye devolución de impuestos y construcción de infraestructura. Aunque ya se consideran insuficientes: se requerirían 400 mil millones. Sea una u otra suma, más las ya ejecutadas o comprometidas, a lo que se añadirán capitalizaciones o créditos a empresas productivas, son de tal magnitud que su financiamiento, en gran medida por el resto del mundo como hasta ahora, no será sencillo, más aún cuando Europa empieza a cuestionarlo. Así, igual que en los años treinta, el financiamiento monetario volverá a ser respetable.

Además, Obama propuso reducir los impuestos a quienes ganan menos de 200 mil dólares anuales y establecer una tasa menor que la que tenían en 1990 para quienes ganan más de 250 mil. Esto no sólo para financiar el gasto: también apunta a una redistribución de ingresos olvidada. De nuevo, esto es complicado en un contexto recesivo que requiere un aumento contracíclico del gasto público, a menos que su decisión de finalizar las guerras lleve a una reducción significativa del gasto militar. Por ello, es posible que fije impuestos extraordinarios a las corporaciones beneficiadas con los elevados precios internacionales de hace pocos meses: petroleras, mineras y agropecuarias. Y deberá actuar con firmeza para imponerse a los intereses que harán todo lo posible para bloquear una nueva regulación financiera, contra la información asimétrica y otras prácticas no competitivas.

No anunció mayores propuestas para América Latina. No obstante, las principales iniciativas a este respecto han provenido de presidentes demócratas: de John F. Kennedy y su Alianza para el Progreso y de Bill Clinton y su Alianza para el Libre Comercio en las Américas. Quizá aparezca una mezcla de ambas en respuesta a la emergencia de la crisis. La caída de los precios mundiales de las materias primas, las menores remesas de los inmigrantes y la reducción de los flujos de capitales y, por tanto, los menores ingresos de divisas, provocarán devaluaciones significativas de las monedas nacionales y recesiones internas, que durarán el tiempo que dure la crisis mundial.

Esta nueva propuesta junto con las tradicionales estarán condicionadas por la preocupación de Obama y del Partido Demócrata por los derechos humanos y los de los sindicalistas; preocupación que beneficiará a las sociedades civiles latinoamericanas.

Pero la nueva orientación se hará evidente en el tratamiento que dé a las relaciones internacionales de Estados Unidos. La crisis económica, que europeos y chinos consideran –con razón– causada por los errores estadounidenses, no le dará mucho margen de liderazgo. Su reto es entonces recuperar su confianza. En ese contexto, es muy probable que el multilateralismo cobre vigencia. La menor arrogancia de Obama, frente a la de su antecesor, le da mayores posibilidades de éxito.

### LA CRISIS DEL PARADIGMA ECONÓMICO DOMINANTE

La crisis mundial y la aparición de un nuevo liderazgo en Estados Unidos marcan el comienzo de una nueva era en términos ideológicos, teóricos, de política y de gestión económica. Representan el fin de la dominación neoconservadora en el mundo (neoliberal en América Latina) que arrancó en lo político con la elección en 1979 de Margaret Thatcher en el Reino Unido y en 1981 de Ronald Reagan en Estados Unidos, y en lo académico con la preeminencia de las corrientes monetaristas, de la “nueva economía clásica” y del libre mercado en las escuelas estadounidenses y europeas y, por extensión, en todo el mundo, que justificaron y dieron sustento ideológico a los primeros.

¿Por qué falló la teoría dominante? Las respuestas son diversas: supuestos irreales de sus modelos, modelos matemáticamente complejos que sólo sirven para autoexplicarse, modelos formalmente elegantes pero con poco arraigo en la realidad, visiones agregadas que desconocen la existencia de los mercados y sus fallas.

A estas alturas, parece claro que la teoría dominante fue elaborada sólo para racionalizar y justificar la exclusión del Estado en la economía e incluso la inutilidad de la política económica. Teorías como las de la neutralidad del dinero, de las expectativas racionales y del ciclo real de los negocios, temas básicos de los textos macroeconómicos modernos, fueron incapaces de prever, analizar y proponer soluciones a la crisis actual. Y merecen un comentario particular.

La neutralidad del dinero supone que los cambios en los medios de pago no tienen efectos en las variables reales: PIB, empleo, inversión, consumo. Ello implica que el banco central no puede afectar

al sector real mediante la expansión o la contracción monetaria, y que las variaciones de los medios de pago se trasladan a los precios. Obviamente, esa consideración es irreal, basta observar que las variaciones de las tasas de interés del banco central, que buscan modificar la masa monetaria, acaban afectando la tasa de cambio y, por esa vía, la competitividad del sector transable y, por tanto, sus niveles de producción e inversión. Las razones de esa incapacidad de predicción tienen que ver con la existencia de precios inflexibles a la baja y con fallas en los mercados importantes.

La teoría de las expectativas racionales, que logró gran notoriedad con los trabajos de Robert Lucas, premio Nobel de 1995, supone que para decidir su comportamiento futuro los agentes, en vez de mirar al pasado (expectativas adaptativas), miran al futuro con la información que disponen. En ese ejercicio se supone que los agentes hacen predicciones del futuro sistemáticamente correctas y que las desviaciones entre la previsión y la realidad son resultado del azar. La consecuencia de esta teoría es que como los agentes pueden prever lo que el gobierno hará, acaban contrarrestando y haciendo ineficaces sus políticas. De modo que la mejor política es la “no política”.

Son varias las críticas a la teoría de las expectativas racionales. La principal es que como el futuro es incierto y no se puede prever, las expectativas no pueden ser “racionales”. Otra, es la existencia de varios equilibrios económicos, que contradice su supuesto de equilibrio único. Es obvio que la crisis actual no fue prevista racionalmente; de otro modo se habría evitado. Ocurrió básicamente porque muchos mercados importantes, en particular los financieros, no son eficientes y la produjeron al dejarlos actuar libremente.

Por último, la teoría del ciclo real de los negocios considera los ciclos de crecimiento y recesión de la economía como respuestas eficientes a cambios exógenos. Son reflejos de la maximización de las utilidades esperadas de los agentes económicos. Por esa razón, el gobierno no debe intervenir, fiscal ni monetariamente, pues alejaría a la economía de su trayectoria eficiente. Es obvio que la crisis actual no fue prevista por este tipo de modelos y que, como se mencionó, supera a los ciclos normales. Lo es también que si los gobiernos no estuvieran interviniendo la crisis sería aún mucho más profunda.

La falta de realismo en la formulación de estas teorías es justificada por los postulados metodológicos de Milton Friedman, premio Nobel de Economía en 1976, expresados en su famoso ensayo sobre la “Metodología de la economía positiva” (1966, 3-16 y 30-43). Según él, no importan los supuestos del modelo de los que se deducen las

predicciones, lo importante es que el modelo tenga capacidad predictiva, que prediga el comportamiento económico. Esta pretensión ha recibido numerosas críticas. Tal vez quien mejor las ha resumido es Tjalling Koopmans, economista holandés premio Nobel de Economía en 1975. De acuerdo con Koopmans, Friedman estaba dispuesto a

predecir la distribución de hojas en un árbol a partir de la hipótesis de que cada hoja busca su posición a fin de maximizar su exposición a la luz, dada la posición de las otras hojas, aunque nadie ha reportado que las hojas cambian su posición en un árbol. Uno sólo puede sentirse incómodo con tanta ingenuidad (Koopmans, 1980).

Las políticas basadas en las teorías dominantes, como la autorregulación financiera, pueden ser cuestionadas no sólo a la luz de sus resultados sino también a la luz de la teoría económica. A este respecto conviene recordar el teorema del Segundo Mejor desarrollado en 1956 por los economistas Richard Lipsey, canadiense, y Kelvin Lancaster, australiano-estadounidense (1957).

El teorema del Segundo Mejor, convenientemente olvidado durante todos estos años, prueba que en presencia de fallas de mercado<sup>11</sup> la eliminación de algunas, manteniendo otras, puede alejar a la economía del óptimo antes que acercarla. En ese contexto, es necesario introducir otro tipo de distorsiones, que compensen a las que no se eliminan, para lograr ese mayor acercamiento. El ejemplo que salta a la vista es el de los mercados financieros: su ausencia de regulación en presencia de fallas de información asimétrica produjo la crisis actual. Para evitarla, lo lógico habría sido regular los mercados.

Sin duda, todo ello obliga a superar la ideología neoconservadora, sus teorías y aplicaciones, que han dominado en la economía en forma casi excluyente en las dos últimas décadas. No sólo habrá cambios en la preeminencia de lo que se sabe, sino en lo que se enseña y en cómo se enseña en las escuelas de economía.

De hecho, en los últimos años han surgido nuevos temas y teorías que cuestionan a las predominantes y resaltan la existencia de fallas en los mercados y la necesidad de nuevos esquemas de regulación. Entre los receptores más recientes del premio Nobel que han tratado esos temas se puede citar a Paul Krugman, 2008, sobre las econo-

<sup>11</sup> Externalidades y costos marginales decrecientes en el tramo relevante debido a economías de escala, asimetría de información, fidelización forzosa y opacidad de los precios, relacionadas o derivadas de posiciones dominantes en los mercados.

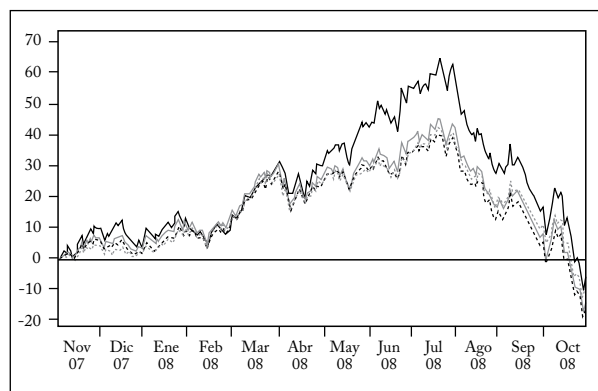
mías de escala, los flujos de comercio internacional y la localización industrial; Robert Aumann y Thomas Schelling, 2005, sobre comportamiento estratégico y cooperación en el conflicto; Joseph Stiglitz, George Akerlof y Michael Spence, 2001, sobre los mercados y la información asimétrica; Amartya Sen, 1998, sobre la economía del bienestar; James Mirrlees y William Vickrey, 1996, sobre los incentivos bajo información asimétrica; Douglas North y Robert Fogel, 1993, sobre las instituciones y el comportamiento económico (tema iniciado por Thorstein Veblen –1857-1929– y desarrollado por John K. Galbraith)<sup>12</sup>.

### MECANISMOS DE CONTAGIO DE LA CRISIS A AMÉRICA LATINA

La recesión en Estados Unidos, Europa y Japón y el menor crecimiento en China, al significar una menor demanda de materias primas (metales, combustibles, productos agropecuarios) para su producción industrial, implican una disminución significativa de los precios internacionales de los *commodities*.

#### Gráfica 1

Evolución del índice de precio de las materias primas



Fuente: Bloomberg L.P.

La gráfica 1, tomada de la página web de Bloomberg el 5 de noviembre 2008, ilustra la gravedad y la rapidez de la caída de dichos precios, cuyo índice se redujo casi 80 puntos entre julio y noviembre de 2008,

<sup>12</sup> Ver [<http://nobelprizes.com/nobel/economics/>].

de un máximo de 60 a -20. Lo que no es de extrañar, pues debido a la inelasticidad de su demanda, pequeñas reducciones de la demanda provocan grandes caídas de los precios.

Por otra parte, es posible que los precios del petróleo no bajen demasiado porque se reducirá la producción de los países miembros de la OPEP. De hecho, a mediados de octubre de 2008, la OPEP, en una reunión de emergencia, anunció una reducción concertada de 1,5 millones de barriles diarios que indujo una leve recuperación del precio por un par de días, para continuar cayendo. Con implicaciones negativas para las exportaciones colombianas a esos países, los ingresos petroleros venezolanos y ecuatorianos se reducirán porque un mayor precio será compensado por una menor cantidad exportada.

La recesión de los países desarrollados tiene un segundo efecto importante, sobre las remesas de los inmigrantes a los países en desarrollo. En años pasados, esas remesas fueron abundantes y crecientes debido a los millones de latinoamericanos autoexiliados por razones económicas, principalmente en Estados Unidos y Europa. Según el Banco Central de España, desde ese país, principal origen europeo de tales remesas, en 2007 se remitieron 8.135 millones de euros, un 30% más que en 2006. En Colombia, las remesas recibidas fueron de 4.500 millones de dólares en 2007, la segunda fuente de divisas del país luego de las exportaciones de petróleo.

La recesión de los países desarrollados implica un aumento del desempleo de su fuerza laboral, que se traduce en una disminución de las remesas de los inmigrantes latinoamericanos a sus países de origen. Existe evidencia de que se están reduciendo. Según el Banco Central español, entre el cuarto trimestre de 2007 y el primer trimestre de 2008 las remesas provenientes de España cayeron el 17%; entre octubre de 2007 (máximo histórico: 770 millones) y marzo de 2008 cayeron el 25%; en el primer semestre de 2008 fueron de 1.774 millones de euros, un 7,3% menos que en el mismo periodo de 2007.

Un tercer efecto recae sobre los flujos de capitales e inversión extranjera directa. En 2007, Colombia alcanzó un máximo histórico (9,2 mil millones de dólares). Es comprensible que hayan llegado en busca de rentabilidad, principalmente por los diferenciales de tasas de interés pero, sobre todo, por las expectativas cambiarias. El gerente de una transnacional puede conseguir localmente un crédito a una tasa preferencial del 15% anual, pero prestándose de su matriz le costaría 4% más lo que suceda con el dólar. Si su expectativa es una revaluación del 15% anual, los recursos de su matriz le costarían -11%. Pero si debido al comportamiento de los precios internacionales y las



remesas su expectativa es de devaluación, suponiéndola de la misma magnitud, esos recursos le costarían un 19%. De modo que antes de traer más dólares preferirá llevárselos. Así, lo que era fuente de oferta de dólares se convierte en fuente de demanda.

Además, si el contexto internacional es de crisis internacional y las expectativas de recesión son generalizadas, la mayoría de los inversionistas preferirá garantizar sus recursos antes que pretender alguna rentabilidad. La incertidumbre interna y externa, producto de la crisis, aumenta la percepción del riesgo e induce el movimiento de capitales hacia lo que considera el inversionista el último refugio a nivel mundial, paradójicamente, los bonos del Tesoro de Estados Unidos (por lo menos mientras no exista otro papel similar en el mundo). Y para ello, como en otras ocasiones, como durante la crisis del Sudeste Asiático o la crisis mexicana, liquidará sus posiciones en moneda local, comprará dólares, aumentando la demanda, y los sacará del país.

## **LOS EFECTOS DE LA CRISIS EN AMÉRICA LATINA**

Los hechos descritos tendrán efectos inevitables sobre las economías de América Latina. La crisis no será un resultado de que los bancos locales hayan adquirido derivados financieros que hoy no tienen valor. Algunos de ellos los adquirieron, pero en pequeñas cantidades. La crisis aparecerá, sobre todo, a través del comercio exterior y los flujos de capitales y se trasladará al sector real.

Cuando el ciclo internacional estaba en auge, lo que elevó la demanda y los precios internacionales de las materias primas, casi todas las economías latinoamericanas, dada su estructura de producción y de comercio externo basada en la producción de materias primas, aumentaron sus ingresos por el mayor valor de sus exportaciones. A ello contribuyó el aumento de las remesas por el boom internacional. Si simultáneamente elevaron la tasa de interés doméstica, atraieron más capitales, y si siguieron vendiendo las pocas empresas estatales restantes captaron un flujo mayor divisas.

Esos mayores ingresos se distribuyeron inicialmente entre propietarios, directivos y trabajadores productores de materias primas, y luego entre quienes les vendían bienes y servicios (construcción, servicios personales, bienes de lujo); el resto de la población quedó por fuera de dichos beneficios. De ese modo, tal expansión del ingreso se tradujo en crecimiento económico y la pobreza de la población

asociada disminuyó, particularmente en las ciudades o áreas donde se localizaba.

En ese proceso, los mayores ingresos externos implicaban una mayor oferta de divisas que acabó revaluando la tasa de cambio. Por un lado, la revaluación compensó en parte el aumento de los precios internacionales de alimentos, combustibles y metales en las canastas de los consumidores. Y fue bien vista por las autoridades monetarias, que hicieron poco para evitarla, preocupadas fundamentalmente por el control de la inflación. Por otro lado, al final del ciclo expansivo, cuando la acumulación de la revaluación era considerable, significó tal pérdida de competitividad de la tasa de cambio que hizo inviable gran parte de la producción de los bienes y servicios transables que no se benefician de los precios internacionales elevados.

Así sucedió en Colombia. Con la acumulación de la revaluación casi todo lo importable o exportable perdió competitividad (flores, textiles, electrodomésticos, metalmecánica, confecciones, calzado, etc.) y el crecimiento se desaceleró. También se reflejó en un aumento de las importaciones de bienes y servicios mayor que el de las exportaciones. Así, el crecimiento de la economía colombiana, del 6,8% en 2006 y del 7,7% en 2007, se desaceleró rápidamente, al 4,5% en el primer trimestre 2008 y al 3,7% en el segundo trimestre, mucho antes de que la crisis mundial golpeará.

Cuando la crisis internacional se hace evidente, caen la demanda, los precios internacionales y las remesas. Los ingresos de los propietarios, directivos y trabajadores de los sectores exportadores empiezan a disminuir. Y quienes les venden bienes y servicios también reciben menos ingresos. Esto desacelera el comercio y la construcción, produce desempleo y aumenta la pobreza, más aún en las ciudades.

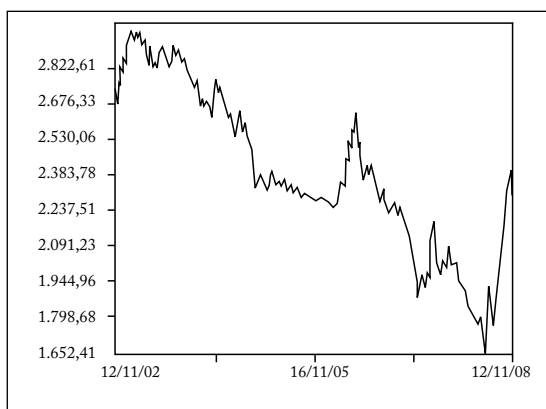
La menor oferta de dólares por exportaciones y remesas genera una percepción de devaluación que, como se mencionó, induce una menor entrada de capitales externos. Y, en el contexto de la crisis mundial, comienzan a salir los capitales que llegaron previamente, liquidando posiciones en moneda nacional para buscar mayor protección internacionalmente. Se agudiza entonces el déficit en cuenta corriente y disminuye el superávit de capitales. La demanda creciente de dólares frente a una oferta que se reduce de manera sistemática se traduce en devaluación cambiaria. Si el banco central intenta reducir la devaluación se produce una desacumulación de reservas internacionales que no es sostenible en el mediano y el largo plazo.

Como muestra la gráfica 2, durante el ciclo de aumento de los precios internacionales, de las remesas y los ingresos de capitales, la

tasa de cambio colombiana, que el 11 de febrero de 2003 alcanzó su máximo valor (2.968,8 pesos por dólar), se redujo sistemáticamente durante cinco años hasta llegar a su nivel más bajo (1.652,4 pesos), el 19 de junio de 2008. La revaluación en ese periodo fue del 44,3%. Cuando, como consecuencia de la crisis, la tendencia se revirtió, la tasa de cambio, como era de esperar, comenzó a devaluarse sistemáticamente. Y en cinco meses, hasta el 12 de noviembre, se había devaluado un 41,3% desde su nivel más bajo, llegando a 2.335,5 pesos.

### Gráfica 2

Evolución de la tasa de cambio en Colombia



Fuente: Grupo Bancolombia.

Como también era de esperar, esta devaluación fue acompañada de una caída sistemática del precio de las acciones en la Bolsa de Valores. Estudios sobre los determinantes de los precios de las acciones en Colombia encuentran que una revaluación de la tasa de cambio del 10% induce un aumento del precio de las acciones del 6,2%, y que una devaluación del 10% induce una caída del precio de las acciones del 6,2% (Ferrari y Amalfi, 2007).

Todo ello induce utilidades y salarios menores, es decir, menos compras y, por tanto, menores ingresos fiscales por impuestos a la renta y a las ventas, lo que induce menores gastos fiscales y contribuye a reducir la demanda interna, esto a menos que se decida ampliar el gasto fiscal en forma contracíclica para disminuir los efectos de la recesión. También reduce los depósitos en los bancos y, por ende, los recursos para crédito, lo que se traduce en tasas de interés más altas, atrasos en el pago de los créditos y menos créditos.

Ente tanto, la devaluación se traslada a los precios de los bienes y servicios transables y a los costos de los no transables que acaban reflejándose en precios. Y la inflación de los precios al consumidor aumenta. Antes alimentada por los precios internacionales crecientes de alimentos y combustibles y compensada por la revaluación, ahora alimentada por la devaluación y compensada por la reducción de esos precios internacionales. Con la inflación, los salarios nominales se incrementan, pero como la inflación es más rápida que los ajustes de los salarios, cae el ingreso real y se agrava la recesión.

En Ecuador, que depende del petróleo y no tiene moneda propia, las consecuencias de la reducción de sus ingresos externos serán muy graves. La caída de los ingresos petroleros y de las remesas, sus mayores fuentes de divisas, lo dejará ilíquido y reducirá su capacidad para importar y hacer transacciones internas. Argentina vivió una situación similar en 2000, por igual motivo. La consecuencia fue entonces una grave crisis económica, social y política que llevó a abandonar la convertibilidad cambiaria y la dolarización que implicaba, y produjo una devaluación del 400%. No sería sorprendente que Ecuador se vea forzado a abandonar su dolarización (y también El Salvador).

## LA NUEVA MANERA DE GESTIONAR LA ECONOMÍA

La nueva era significará un retorno a Keynes y a los keynesianos, lo que implicará más intervención del Estado en la economía, como ya está ocurriendo. Ello reforzará la visión contracíclica del gasto público y la redefinición de la estructura tributaria, no sólo para financiar al Estado sino como mecanismo para lograr una mayor equidad. Por otro lado, surgirán nuevas empresas públicas o semipúblicas, en gran parte por los rescates selectivos del Estado. Resucitará el concepto de “industrias estratégicas” y se establecerán nuevas reglas para evitar el clientelismo y garantizar una supervisión independiente y eficiente.

La nueva visión prestará más atención al comportamiento de los mercados, no sólo a los agregados macroeconómicos, es decir, habrá más desarrollo de la teoría microeconomía y más macroeconomía desde la microeconomía, lo que llevará a un mayor énfasis en la regulación y en la política económica desde la microeconomía y los mercados. En consecuencia, se recurrirá más al análisis de equilibrio (desequilibrio) general de los mercados, sus fallas y las instituciones. Será entonces una visión más analítica, basada en información real y con menos elaboraciones estadísticas y econométricas.

Lo anterior se traducirá en una redefinición de la relación Estado-mercado: más regulación, menos autorregulación y, por tanto, más reconocimiento de las fallas de mercado. El énfasis recaerá en los mercados financieros y de servicios para proteger a los consumidores de la posición dominantes que suele caracterizarlos.

Será también una expresión de un nuevo Estado de Bienestar, que recuperará su presencia en la salud, la educación y la seguridad social. En los países desarrollados, la sustitución progresiva del financiamiento estatal de la educación pública por la entrega de recursos a la población pobre para que eligiera entre centros de educación privada produjo una desarticulación creciente del sistema educativo. En otros países, la disminución del financiamiento estatal a la educación pública obligó a la gente a migrar con dificultad a la educación privada en detrimento de sus niveles de consumo. En casi todas partes, esto también sucedió con la salud por el abandono de los hospitales públicos sin que la población de menores ingresos pudiera acceder adecuadamente al sistema de salud privado. Todo ello llevará a restablecer el gasto público en los sistemas de educación y salud. En el caso de las pensiones, en los países con esquemas privados, probablemente implicará su reorganización con base en dos pilares (Estado y fondos privados), como recomienda el Banco Mundial.

Por último, la nueva visión llevará a un nuevo orden económico internacional, en particular en el sector financiero. Se reflejará en el orden cambiario y crediticio mundial. Muy probablemente, el dólar, casi la única moneda de transacción mundial y de refugio, será sustituido progresivamente, primero, por el euro y, luego, por el yuan, generando un sistema con tres monedas de transacción universal y de refugio, que reflejará la importancia relativa de los países respectivos luego de la crisis.

También cambiará el papel de las instituciones multilaterales: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y bancos regionales de desarrollo. En la crisis actual, a pesar de su supuesta experiencia, han estado casi al margen de los acontecimientos, tanto en los diagnósticos como en la propuesta de soluciones. Quizá su visión política y económica, enmarcada en las teorías dominantes actuales, les restó entendimiento e impidió una participación más activa. Tendrán que revisar esa visión a la luz de la nueva, pues es de esperar que se refuerce su papel supervisor de las economías y finanzas nacionales e internacionales y que se les exija alerta temprana ante eventuales desajustes. A su vez, conforme a la nueva visión, seguramente modificarán sus condicionamientos de política económica para otorgar

avales y apoyos financieros propios o de la comunidad internacional. Requerirán, ciertamente, un incremento de capital, en particular el FMI, más aún si se refuerza su papel de prestamista de última instancia. Ello aumentará la importancia en sus directorios de los países con liquidez actual que, seguramente, tendrán a cargo la mayor parte de esas capitalizaciones.

## **HACIA UNA NUEVA POLÍTICA ECONÓMICA**

En ese contexto, América Latina debe implementar, cuanto antes mejor, una política económica que atenúe los efectos de la crisis mundial, sobre todo sobre las poblaciones de bajos ingresos, que serán las más afectadas. Luego tendrá que diseñar una política económica que la haga menos dependiente de los ciclos internacionales. Esto último requiere superar su dependencia de las materias primas y, por tanto, restablecer los esfuerzos de industrialización. China es menos afectada por las crisis internacionales porque el 95% de sus exportaciones corresponde a productos manufacturados, cuyos precios internacionales son más estables.

Afrontar las urgencias ocasionadas por la crisis exigirá medidas fiscales y monetarias anticíclicas. En ese contexto parece obvio reducir la tasa de interés del banco central. También requerirá que el gasto fiscal civil no disminuya, sino que aumente como elemento contracíclico. Será mejor si mejora la infraestructura económica, carreteras, puertos y aeropuertos, y favorece el aumento de la productividad y el desarrollo de los mercados.

El financiamiento del gasto tendrá que ser externo o monetario; colocar bonos al sector privado nacional en momentos de reducción generalizada del ingreso requerirá tasas de interés elevadas que provocarán una mayor contracción del mercado crediticio. El financiamiento monetario está condicionado por la capacidad de respuesta de la oferta a la mayor demanda agregada, bien sea por mayor uso de la capacidad ociosa, incluso hasta tres turnos, por la expansión de la productividad o de la capacidad de producción. En esto último es esencial el aumento de la inversión, y ello depende de rentabilidades adecuadas y tasas de interés bajas que aumenten las oportunidades de inversión y la competitividad del sector transable.

Asegurar el desarrollo futuro dependerá, en gran medida, de una política de regulación que favorezca la competitividad de los mercados crediticios y de servicios. Para ello dicha política deberá contrarrestar las fallas de esos mercados y reducir las tasas de interés (por tanto, los

márgenes de intermediación) y los precios respectivos. La falta de tal regulación es la que, en gran medida, ha permitido generar rentas no competitivas en dichos sectores que atentan contra la competitividad del sector real y transable de la economía.

Pero la crisis también tendrá un efecto positivo que será la base de la recuperación. La devaluación, que no debe intentar evitarse, producirá una modificación favorable a la competitividad en la estructura de precios relativos. En las economías asiáticas la devaluación será menor, sobre todo en China que, acumulando reservas internacionales, ha permitido una revaluación muy pequeña de su moneda para mantenerla muy competitiva frente al dólar y al euro. Así, debido a una devaluación relativamente mayor, la competitividad de los productores latinoamericanos de bienes y servicios transables que se exportan o compiten con importaciones, en particular de las manufacturas que no lograron los buenos precios internacionales del pasado reciente, aumentará notablemente. Con ello crecerá la producción y el empleo, y mejorará la distribución del ingreso habida cuenta de que dichos sectores productivos son, en general, relativamente intensivos en mano de obra.

Lamentablemente, la ganancia de competitividad ocurrirá en un contexto de desaceleración del comercio mundial debido a la recesión y la caída del ingreso. Sin duda, no serán más acuerdos comerciales bilaterales o globales en pro del comercio los que eviten la desaceleración; es probable que las barreras al comercio aumenten.

Pero tarde o temprano, pasada la crisis, que se prevé prolongada, la economía y el comercio mundial se recuperarán, aumentarán nuevamente los precios internacionales, fluirán las remesas y los capitales hacia los países en desarrollo y entonces, si América Latina no mantiene una política clara en pro de la competitividad de sus tasas de cambio, se volverán a reevaluar. Y volverá a reproducirse la situación anterior a la crisis.

Será el momento de sostener unas políticas monetaria, fiscal y de regulación que mantengan la competitividad de la tasa de cambio en beneficio de los productores de bienes y servicios transables, y consoliden la reducción de las tasas de interés y los precios de los servicios. Es preciso preservar esa competitividad, que paradójicamente se logrará con una crisis mundial, para lograr un crecimiento rápido, estable y sostenido de largo plazo, con baja inflación y equidad en la distribución del ingreso.

**REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

1. Ferrari, C. y A. Amalfi. “Fundamentales empresariales y económicos en la valoración de acciones. El caso de la bolsa colombiana”, *Cuadernos de Administración* 20, 33, 2007.
2. Friedman, M. *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press, 1966.
3. Fukuyama, F. *El fin de la historia y el último hombre*, Buenos Aires, Editorial Planeta, 1992.
4. Galbraith, J. K. *The Age of Uncertainty*, Boston, Houghton Mifflin Company, 1977.
5. Koopmans, T. *Tres ensayos sobre el estado de la ciencia económica*, Barcelona, Antoni Bosch, 1980.
6. Lipsey, R. G. y K. Lancaster. “The General Theory of Second Best”, *The Review of Economic Studies* 24, 1, 1957, pp. 11-32.