

Programa Universitario de Estudios del Desarrollo

**11° Diálogo Nacional por un México Social:
A Diez Años de la Gran Recesión**

¿Podemos defendernos de las consecuencias de la crisis?

por Santiago Capraro y Carlo Panico

Auditorio Ho Chi Min – Facultad de Economía

25 de septiembre de 2018

El origen de la crisis financiera

La crisis financiera de 2007-2008 no se debe a la “explosión accidental” de una burbuja especulativa.

Fue el resultado de cambios que, desde los años 1970, han generado una distribución del ingreso siempre menos equitativa.

Los cambios fueron producidos por los procesos de liberalización financiera internacional y por la introducción de un nuevo enfoque a la regulación que la industria financiera logró imponer gradualmente con su capacidad de influir en las decisiones políticas y legislativas.

(véase Panico et al., 2016).

La nueva regulación permitió un aumento del crecimiento y de las ganancias de la industria financiera, lo cual generó una reducción de los ingresos de los grupos menos ricos de la población, una caída de las tasas de crecimiento de la economía y un aumento del riesgo financiero sistémico que llevó a la crisis de 2007-2008.

(véase Panico y Pinto, 2018).

En junio de 2007 el Presidente de la Reserva Federal Bernanke declaró que los riesgos y las tensiones, que se generaron inicialmente en el mercado inmobiliario estadounidense, estaban bajo control.

Sin embargo, el 9 de agosto de 2007, a la abertura del mercado de Nueva York, cuatro bancos de la Unión Monetaria Europea (un francés, dos alemanes y uno de BENELUX) anunciaron que tenían problemas en la gestión de los títulos derivados.

El anuncio hizo aumentar abruptamente las tasas de interés de los mercados interbancarios.

A las 9:30 de la mañana, la pronta intervención del Banco Central Europeo, que garantizó a los mercados pleno apoyo en términos de liquidez, marcó el comienzo oficial de la crisis.

(véase Panico y Purificato, 2010)

Un año después, en septiembre de 2008 (en plena campaña electoral por la presidencia de Estados Unidos), la quiebra de Lehman Brothers llevó a un nuevo y asombroso atoramiento de los mercados interbancarios, que agravó dramáticamente la crisis.

Desde entonces, las relaciones económicas y de poder a nivel nacional e internacional se modificaron, induciendo un aumento de la inestabilidad financiera y una nueva y sorprendente oleada de cambios en la vida política de varias países y áreas del mundo.

En la Unión Europea la crisis llevó al aumento del poder de Alemania en la Unión Monetaria, a la consecuente crisis de deuda que empezó en 2010 y a la salida del Reino Unido.

En América Latina los efectos más evidentes se relacionan con el aumento de la inestabilidad financiera, que ha agravado las consecuencias negativas de las liberalizaciones financieras.

Estas fueron solicitada en los años 1970 con la promesa de que iban a favorecer a las economías menos ricas eliminando la “represión financiera”, que impedía a los capitales de los países mas ricos fluir hacia los menos ricos.

(McKinnon, 1973; Shaw, 1973).

Las promesas no se han cumplido (véase Eatwell, 1997; Akyüz, 2006; Tello, 2010; Panico, 2014).

Al contrario, se han manifestado nuevos fenómenos desfavorables para los países menos ricos, ligados al crecimiento de la industria financiera.

Estos son:

- la imposibilidad de las políticas monetarias nacionales de controlar autónomamente el tipo de cambio,
- la necesidad de mantener tasas de interés más elevadas que en los países más ricos,
- la necesidad de aumentar notablemente las reservas oficiales internacionales.

Las reservas internacionales

La intensidad de estos fenómenos ha llevado a nuevas configuraciones del funcionamiento del sistema financiero internacional, configuraciones que diferencian entre “*divisas de clase A*” y “*divisas de clase B*”.

(véase MacKinnon, 2002; Aguiar de Medeiros, 2008; Calvo *et al.*, 2012; Bussière *et al.*, 2014; Prasad, 2014; Chapoy Bonifaz, 2015; Calvo, 2016).

En el sistema monetario internacional, el dólar, el euro, la libra esterlina y un limitado número de otras divisas (calificadas “*de clase A*”) gozan de una posición de privilegio, debido a que los operadores, considerando que tienen una menor probabilidad de devaluarse, juzgan los activos denominados en ellas de mejor calidad que aquellos denominados en las otras divisas (calificadas “*de clase B*”).

En época de baja incertidumbre el capital líquido (o especulativo) fluye de los países más ricos a los menos ricos aprovechando los rendimientos más altos que se pagan en los segundos.

Sin embargo, cuando, por alguna razón, aumenta la incertidumbre en los mercados financieros, los capitales regresan abrupta y cuantiosamente a los países más ricos.

El ejemplo mas relatante de esta situación es la revaluación que tuvo el dólar mientras que Lehman Brothers quebraba y el sistema financiero estadounidense arriesgaba un colapso general, que las autoridades evitaron transfiriendo a la AIG, una empresa aseguradora fuertemente involucrada en los mercado de derivados, 85,000 millones de dólares.

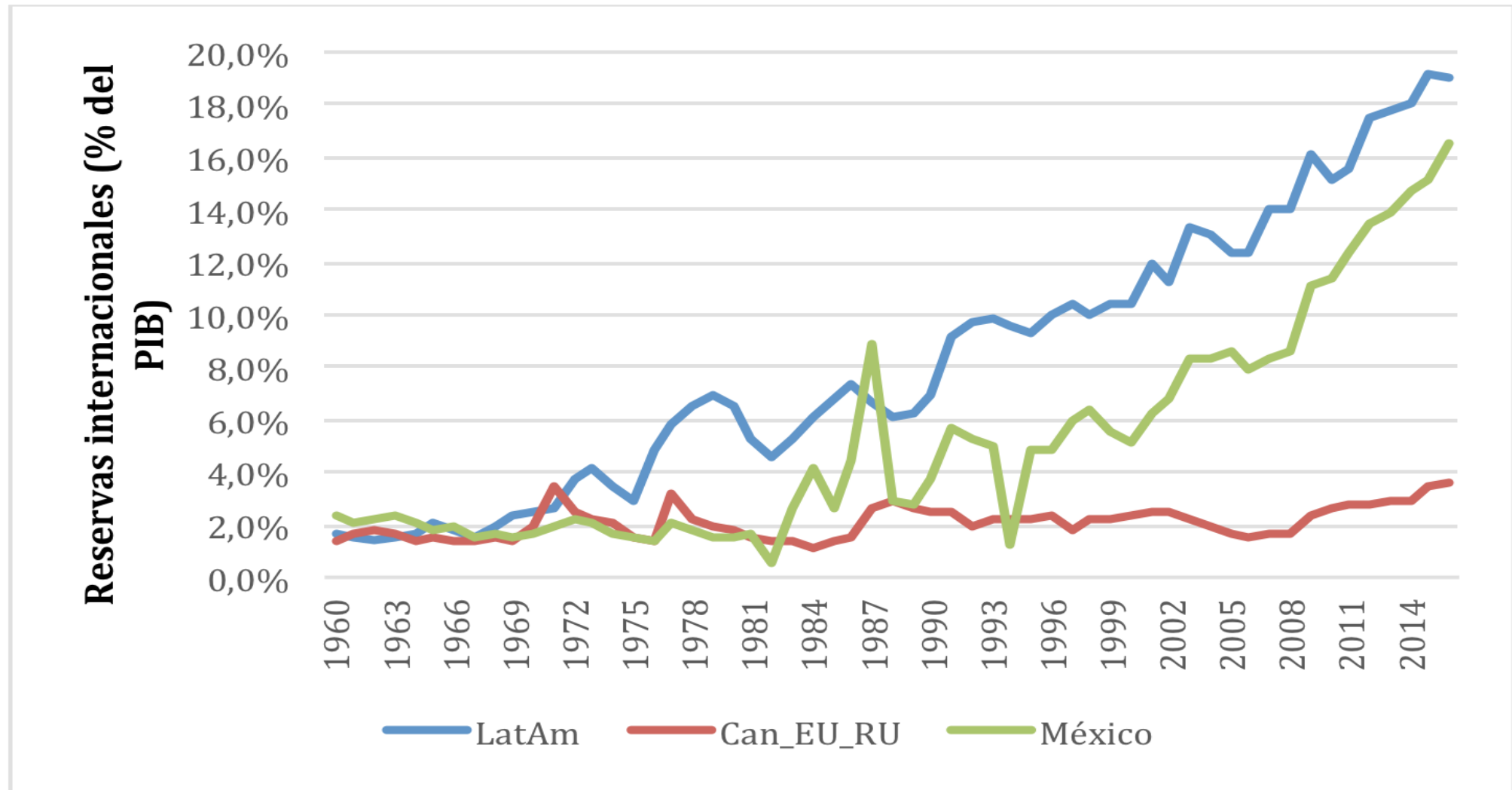
La existencia de divisas de clase A y B genera comportamientos diversos de política monetaria entre los países mas y menos ricos.

A diferencia de los primeros, los segundos deben acumular una cantidad creciente de reservas oficiales para hacer frente a las salidas de capitales cuando la incertidumbre aumenta.

La información estadística confirma que, a diferencia de los países mas ricos, los menos ricos han tenido que aumentar la acumulación de reservas (véase la Figura 1) e invertir ahorro nacional en activos financieros de los países mas ricos.

Contradiciendo las promesas de los años 1970, las liberalizaciones han entonces obligado a los países menos ricos a financiar a los mas ricos.

Figura 1A - Evolución de la ratio Reservas Internacionales a PIB, varios países, 1960-2016



Referencias: LatAm: promedio de Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Perú y Uruguay.
Can_EU_RU: promedio de Canadá, Estados Unidos y Reino Unido. Fuente:WDI.

El mayor crecimiento de las reservas se puede relacionar con la inestabilidad de los movimientos de capitales internacionales y de los tipos de cambio nominal.

La Figura 2 muestra que las fluctuaciones diarias del tipo de cambio nominal mayores a $\pm 1\%$ han aumentado después de la quiebra de Lehman Brothers.

Figura 2 – Cantidad de días con variaciones del tipo de cambio nominal mayores a $\pm 1\%$ en el último año



La literatura afirma que la acumulación de reservas internacionales sirve para generar confianza en los operadores financieros.

Según Calvo (2016), con las reservas los bancos centrales tratan de constituir un seguro para cubrirse del riesgo de ataques especulativos.

Según Bussière *et al.* (2014), el monto de reservas que un banco central debe acumular depende de los saldos de la cuenta corriente de la balanza de pagos y de los resultados que la economía ha obtenido en términos de estabilidad financiera en su historia reciente.

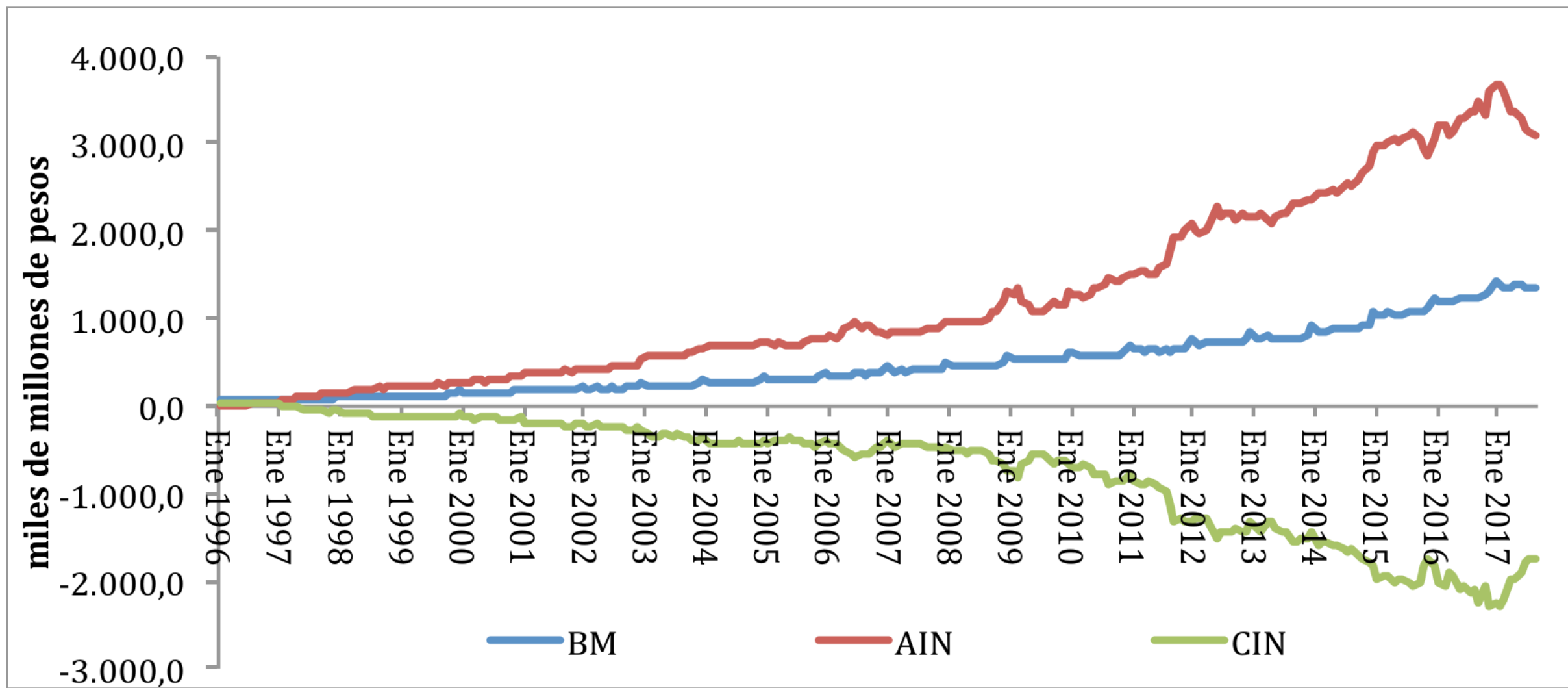
El segundo elemento evidencia la relevancia de tener un banco central que goza del consenso y de la confianza de la industria financiera internacional.

La acumulación de reservas y la política económica

La necesidad de acumular reservas, influyendo en la organización institucional de la política económica y en la conducción de la política monetaria, ha generado efectos negativos sobre el crecimiento y la distribución del ingreso.

La adquisición de reservas por parte del banco central produce una emisión de base monetaria y requiere la implementación de operaciones de esterilización, que imponen un aumento del Crédito Neto de los sectores público y bancario al banco central (véase la Figura 3).

Figura 3 – Variaciones de la base monetaria a través de la compensación del aumento de los Activos Externos Netos con aquel del Crédito Interno Neto del Banco de México



Con el pasar del tiempo, como muestra el análisis de su hoja de balance, el Banco de México ha optado por un aumento de la participación del sector público respecto a aquella del sector bancario en la formación del Crédito Interno Neto.

(véase el Cuadro 1 y Capraro y Panico, 2018)

Cuadro 1 – Pasivos de regulación monetaria del Banco de México (A y B) y saldo de la cuenta corriente del Gobierno Federal (C). Valores en porcentaje del PIB nominal

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
(A) Dep. Reg. en Valores gubern.	1.7%	2.2%	1.8%	3.7%	5.5%	6.4%	6.5%	6.7%	4.6%
(B) Depósito CC del Gob. Fed.	2.7%	3.0%	3.2%	1.7%	1.8%	2.1%	2.6%	2.1%	2.5%
(A) + (B)	4.4%	5.2%	5.0%	5.4%	7.3%	8.5%	9.1%	8.8%	7.1%
(C) Dep. Reg. Instituc. bancarias	2.3%	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%	1.7%	1.5%	1.4%	1.2%

En estas condiciones, el control de la emisión monetaria por parte del Banco de México requiere que el Gobierno Federal se vuelva de forma creciente acreedor neto del banco central, una situación históricamente nueva que está prevaleciendo en la mayoría de los países.

Para este fin, *las autoridades políticas* han tenido que modificar la organización institucional de la política económica y aceptar ser acreedoras del banco central.

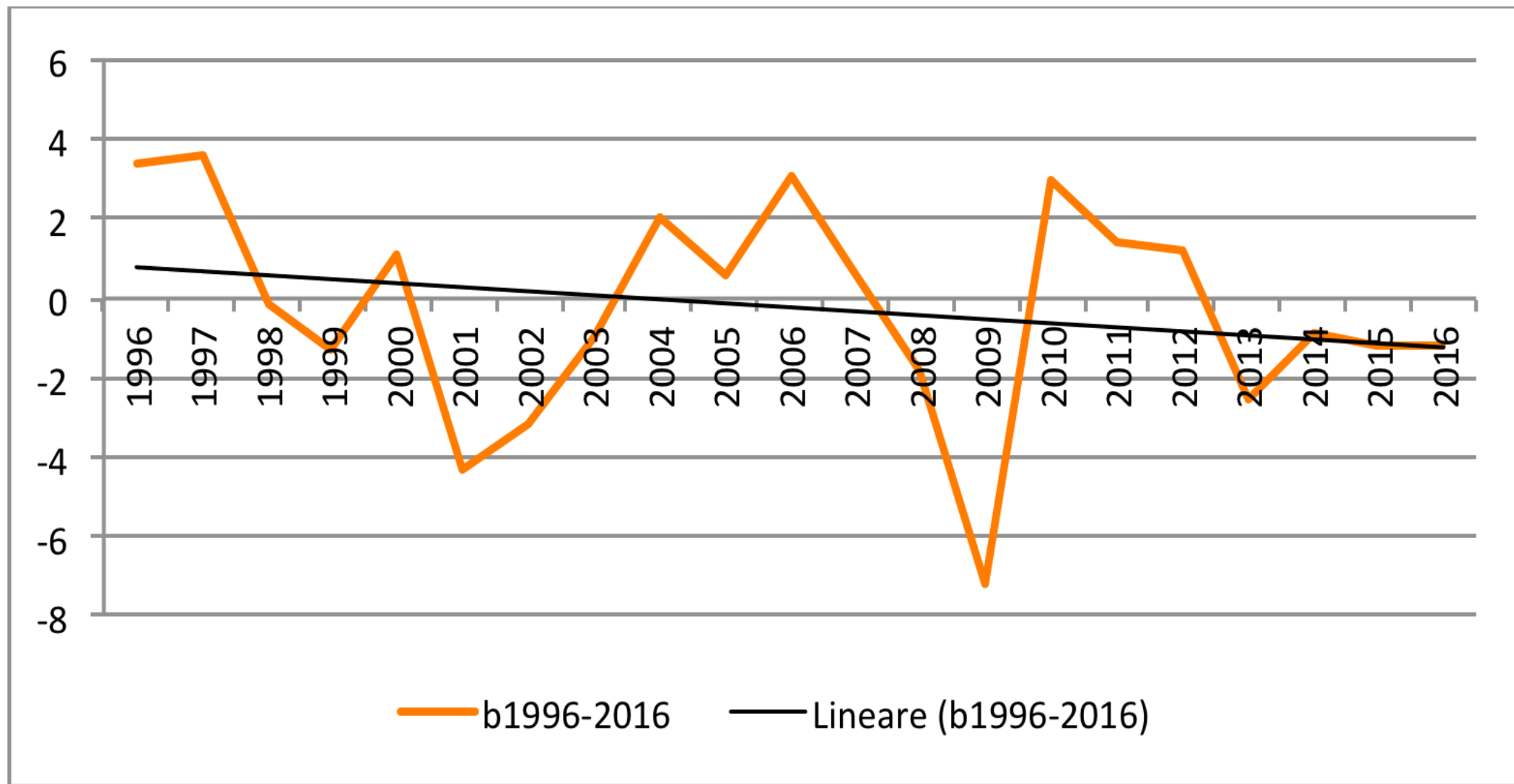
Siguiendo esta línea, han introducido una regla fiscal rígida, la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria, que obstaculiza el uso discrecional de la política fiscal y causa una reducción de los gastos gubernamentales en capital físico y humano que generan efectos positivos sobre el crecimiento potencial de la economía.

La disminución de gastos como la inversión pública influye negativamente sobre la estructura productiva, reduciendo la inversión privada que, con la pública, es la principal herramienta para mejorar la competitividad internacional de la economía.

Estos efectos negativos ya se pueden observar en la información estadística, que evidencia la creciente debilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

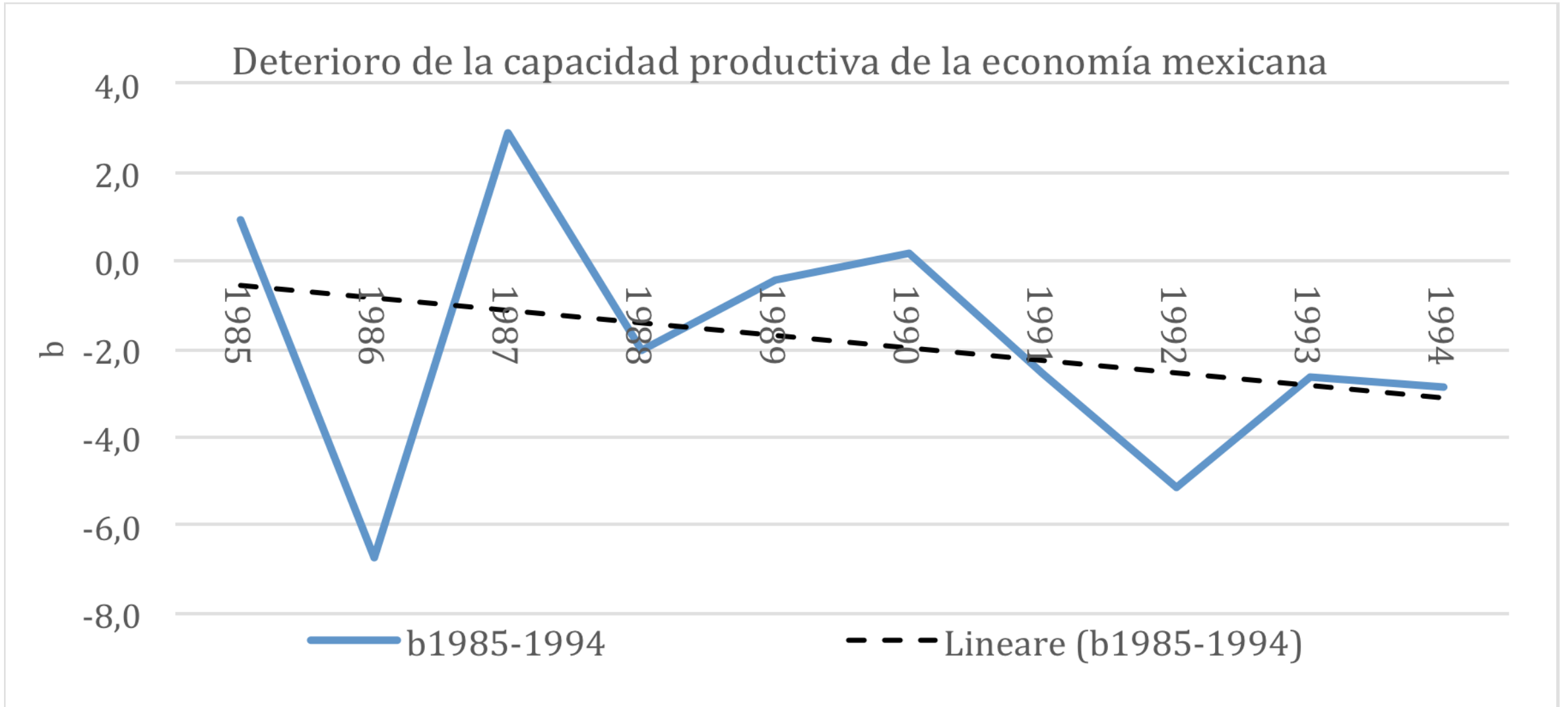
La Figura 4 considera un indicador del deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, calcula la tasa de crecimiento del PIB que permite mantener esta cuenta en equilibrio y muestra que esta tasa tiene una tendencia a disminuir.

Figura 4 – Deterioro de la capacidad productiva de la economía mexicana. 1996-2016



La Figura 5 considera el mismo indicador para el periodo que precede la crisis de 1994.

Figura 5



Comparando las Figura 4 y 5 se observa una peligrosa analogía, la cual sugiere que, a pesar de haber sido exitosa en el control de la estabilidad financiera, la conducción de la política monetaria puede volverse insostenible en el tiempo por el progresivo empeoramiento de la balanza de pagos, que eleva la probabilidad de ataques especulativos por parte de la industria financiera internacional.

Es posible defenderse?

Para evitar estos resultados negativos es necesario y urgente modificar la organización institucional de la política económica y perfeccionar la conducción de la política monetaria, tomando en cuenta que, para no aumentar la acumulación de reservas y estrangular aun más la economía, es indispensable que el Banco de México no pierda el grado de consenso y confianza que posee en los mercados financieros internacionales.

Los poderes discrecionales a disposición del Banco le permitirían seguir enseñando a la industria financiera internacional su capacidad de control de la emisión monetaria, aún en presencia de una mayor participación en la identificación e implementación de una estrategia de medio-largo plazo capaz de reducir la fragilidad de la estructura productiva y mejorar la competitividad internacional de la economía (véase Capraro y Panico, 2018).

La normativa vigente en México no inhibe esta participación;
al contrario, la solicita.

Además, el Banco de México, siguiendo el ejemplo de la Reserva Federal de EUA, puede mejorar su estrategia de comunicación motivando su participación en la identificación y realización de una estrategia eficiente de crecimiento de medio-largo plazo y aclarando a los operadores financieros por qué la economía puede mejorar sus resultados en términos de estabilidad financiera fortaleciendo la estructura productiva.

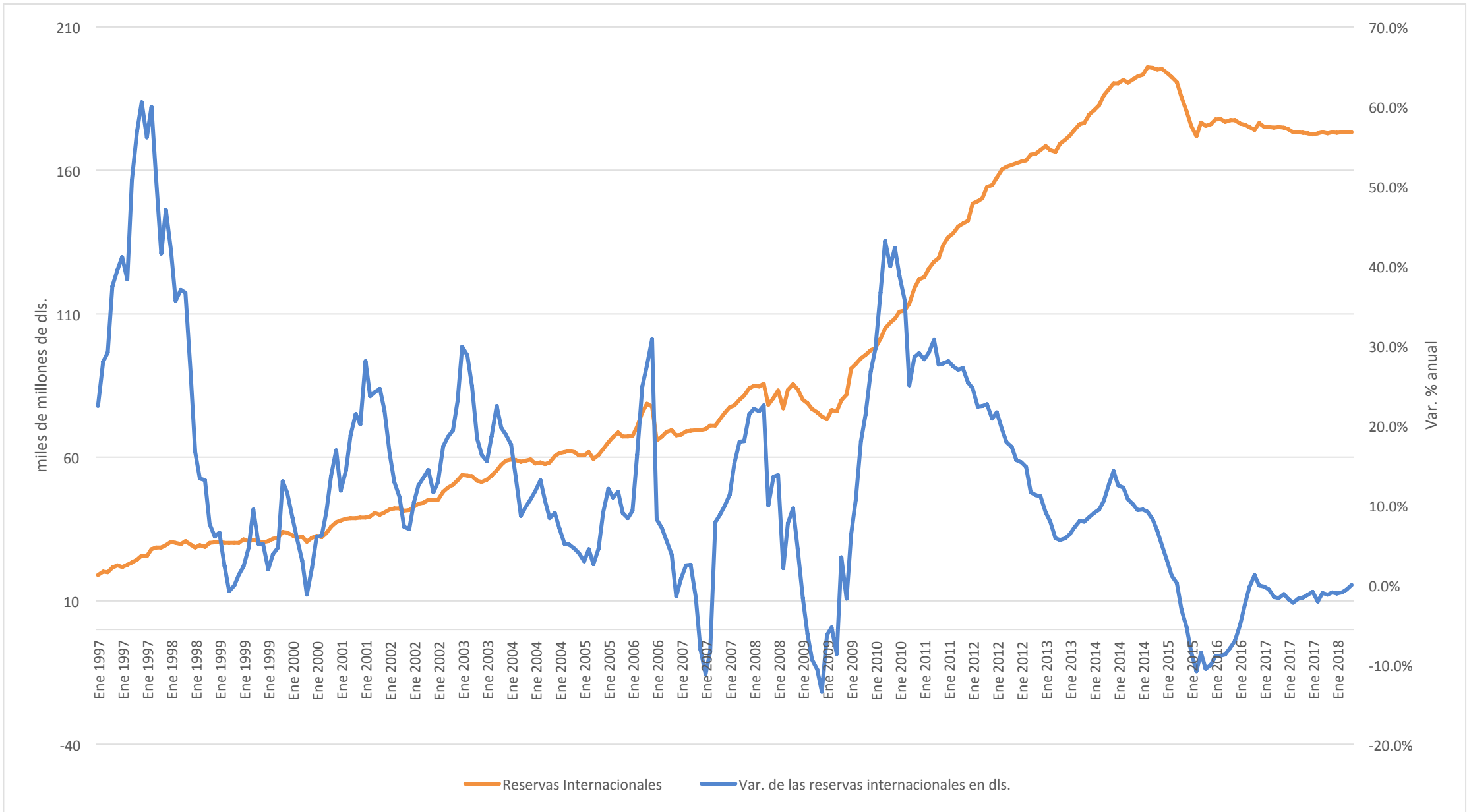
Esta participación tiene como condición previa mejorar la eficiencia de la intervención pública en la economía a través de reformas institucionales que deben:

1. re-introducir entidades técnicas que permitan conocer los problemas de los sectores productivos y de las regiones;
2. establecer nuevas instituciones (Consejos fiscales, Comités de política fiscal, Agencias de planeación, Agencias especializadas) capaces de
 - identificar las intervenciones con más prioridad para reforzar la competitividad internacional,
 - elaborar, monitorear e implementar proyectos que puedan producir los resultados deseados.

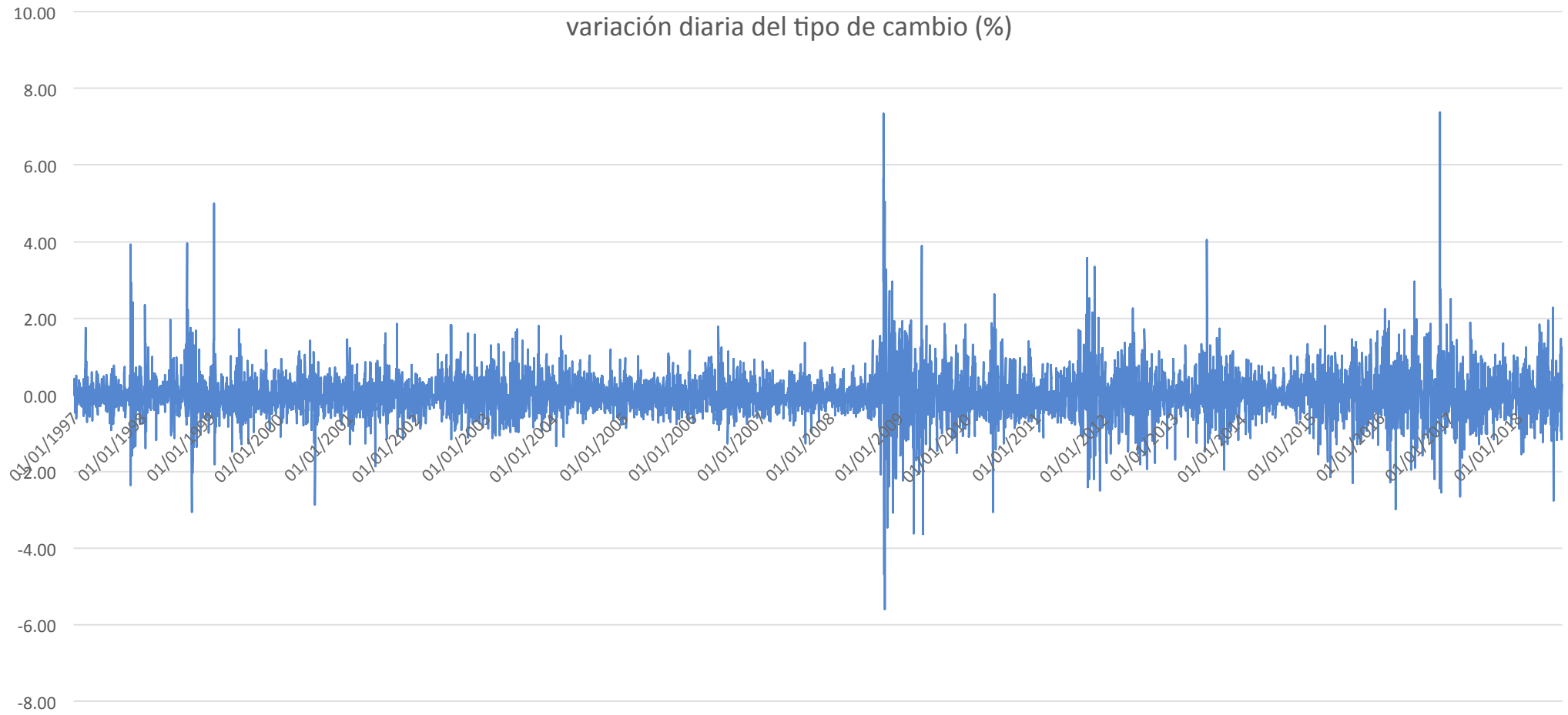
Como señala la literatura (véase Wyplosz, 2005), la introducción de estas agencias puede favorecer el dialogo entre la autoridad monetaria y aquellas responsables de la gestión del gasto gubernamental que genera efectos positivos sobre el crecimiento potencial de la economía.

México, como otros países, no puede evitar enfrentar estos retos si quiere defender a la economía y a los ciudadanos de la creciente inestabilidad financiera.

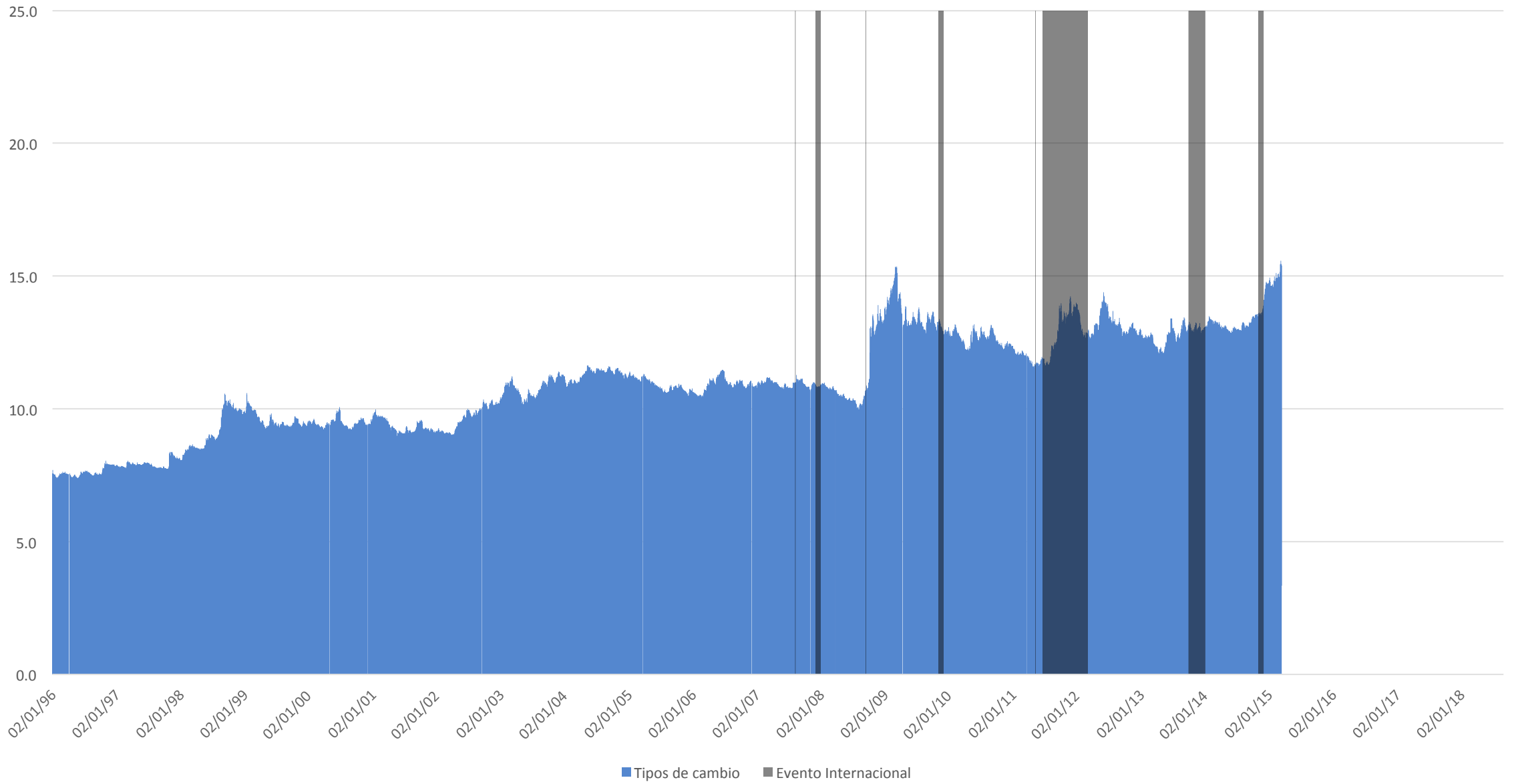
Gracias por la atención



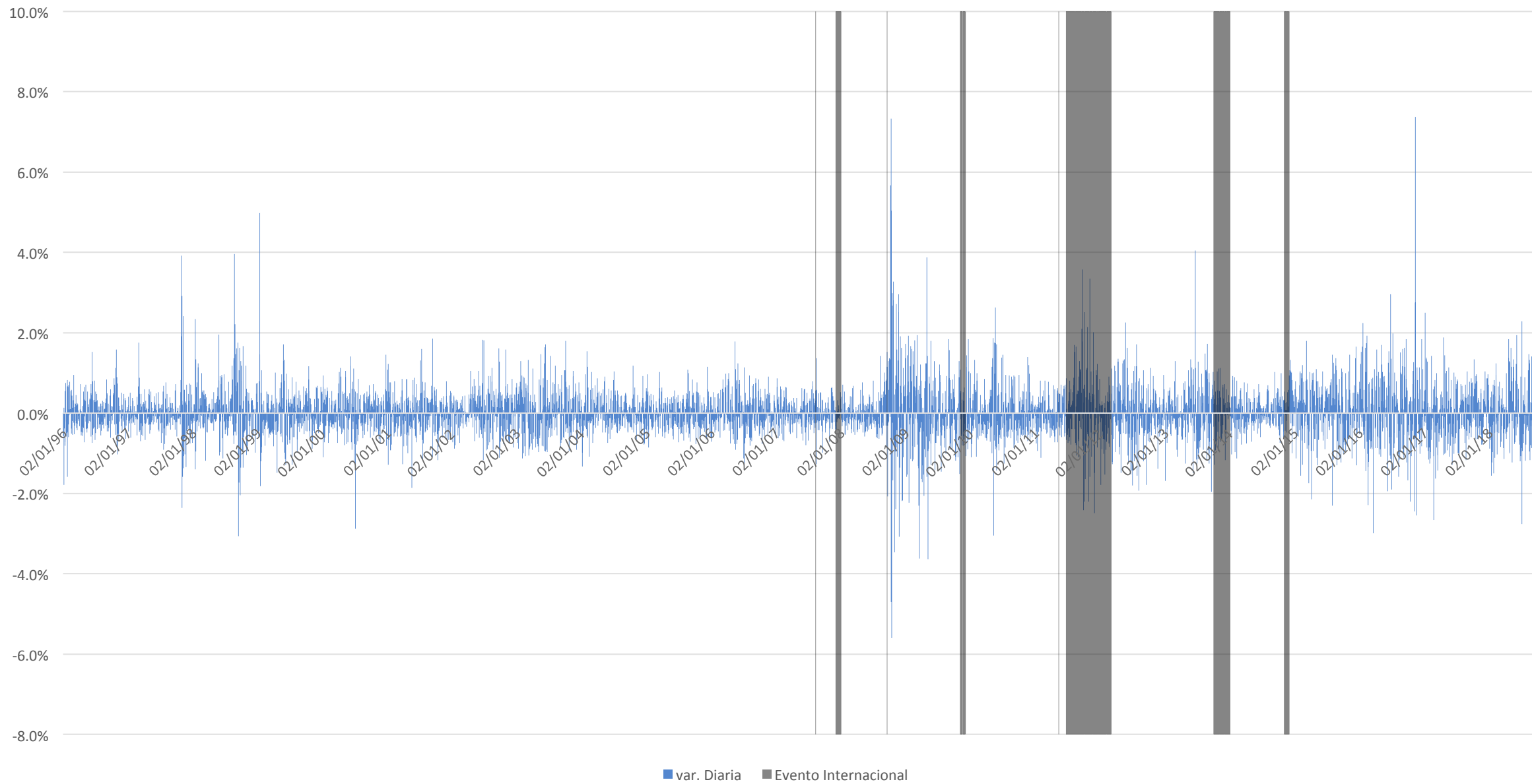
variación diaria del tipo de cambio (%)



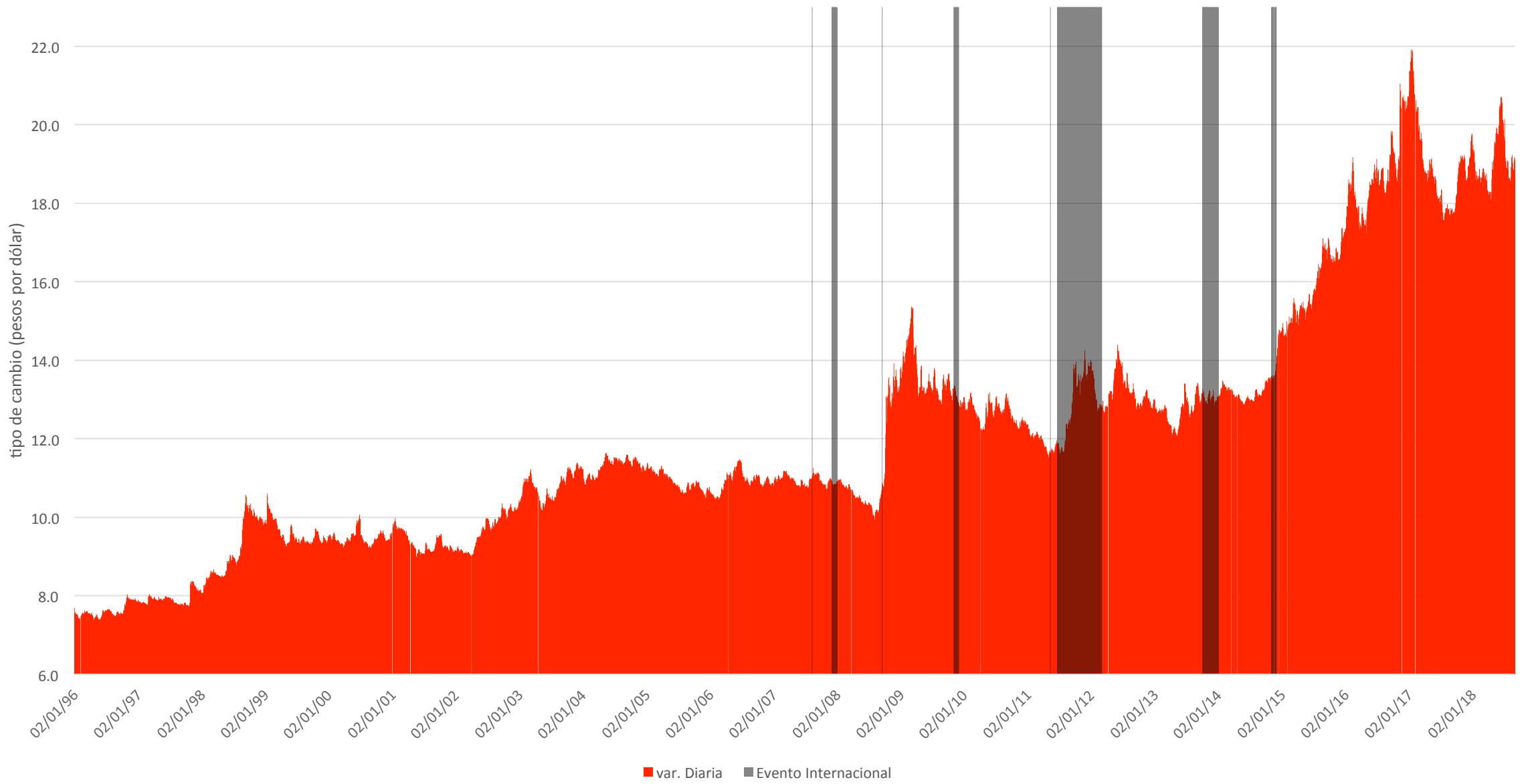
Tipo de cambio y eventos internacionales



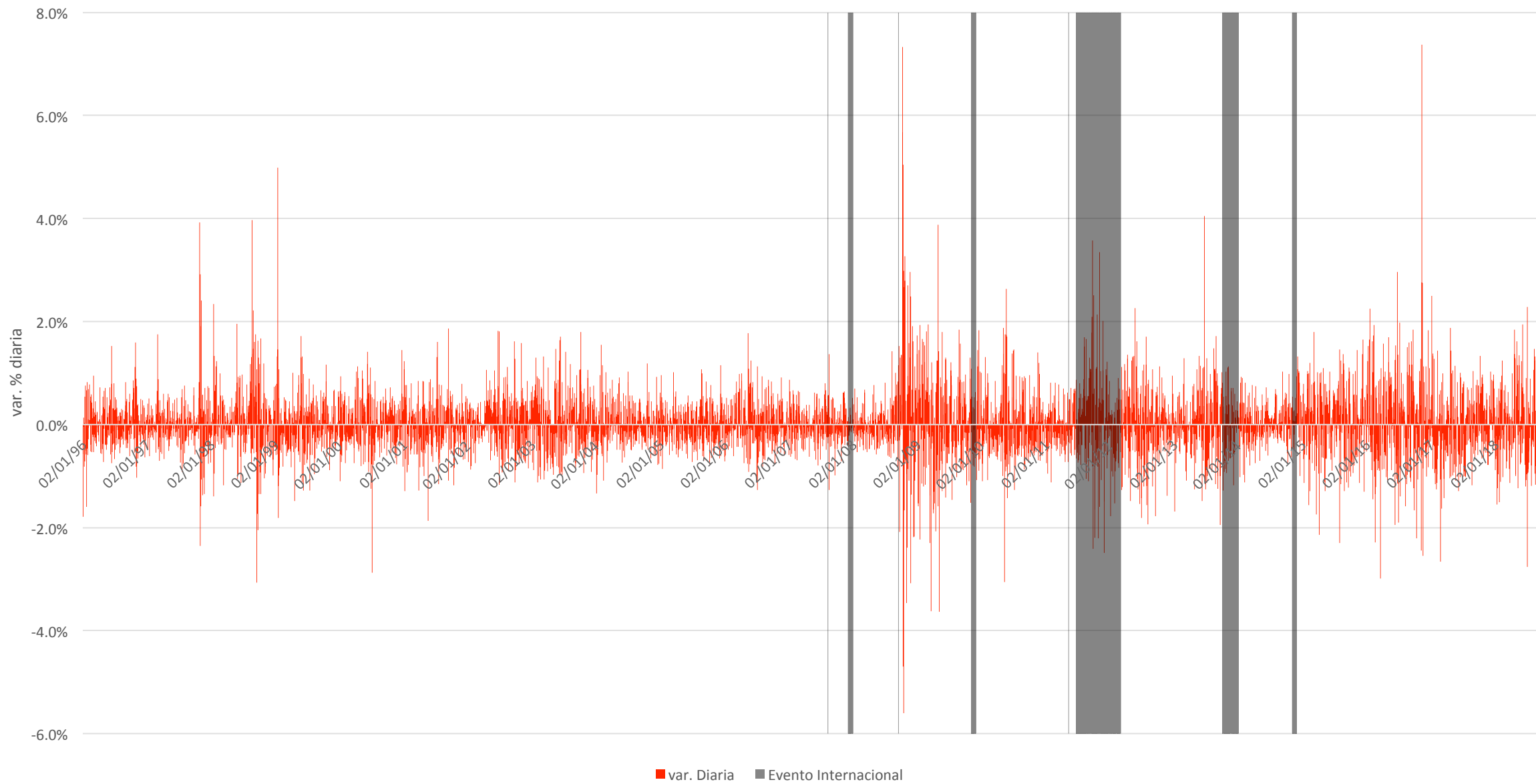
Tipo de cambio y eventos internacionales



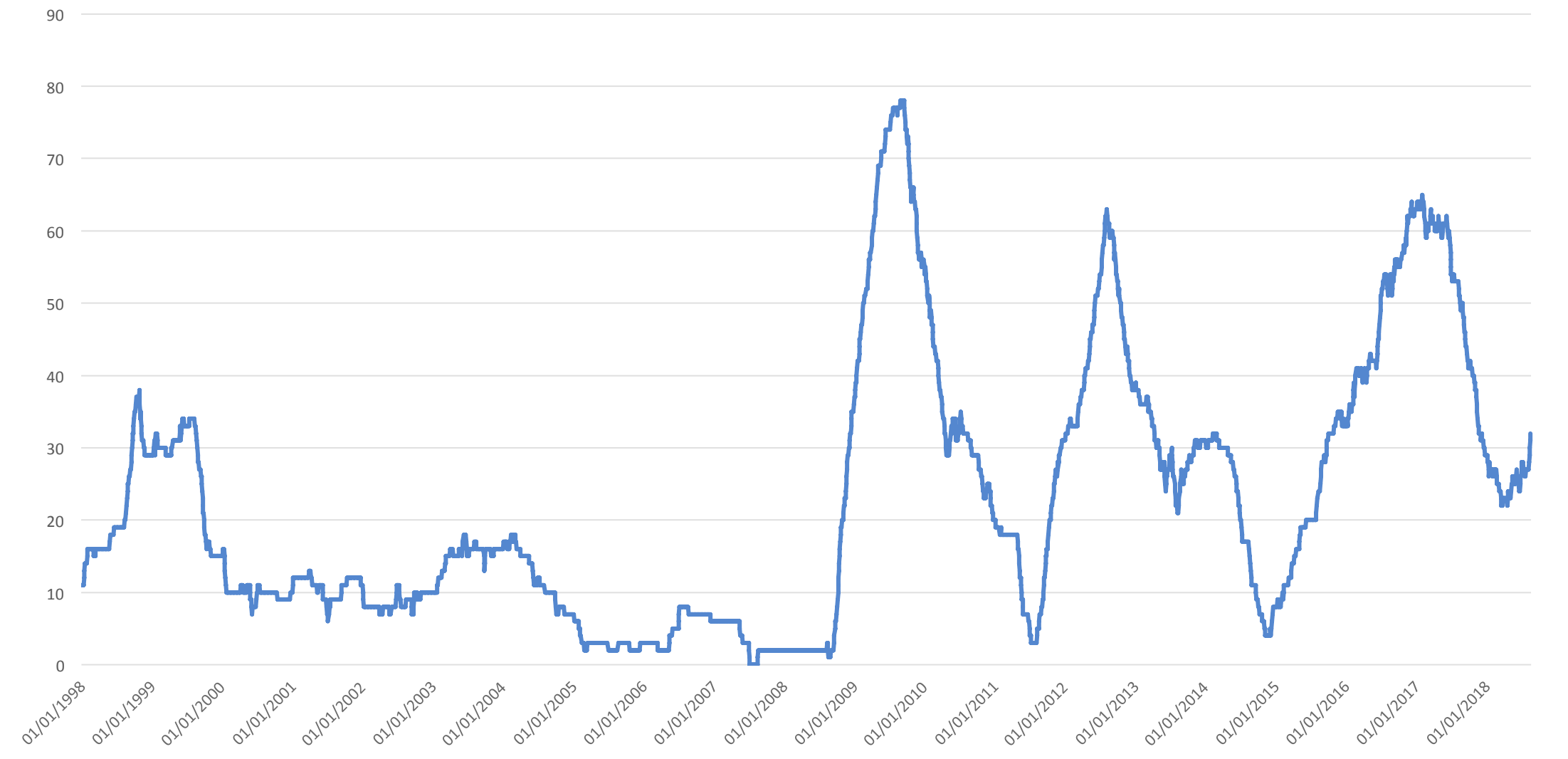
Tipo de cambio y eventos internacionales



Tipo de cambio y eventos internacionales



Cantidad de días con var. diarias mayores a +/-1% en el último año



Cantidad de días con var. diarias mayores a +/-2% en el último año

