

IIE-CESPA  
SEMINARIOS ABIERTOS  
Presentación N° 24

La reciente crisis financiera y las crisis cíclicas latinoamericanas.

Nicolás Burotto Ravanal

Junio 2017

# La reciente crisis financiera y las crisis cíclicas latinoamericanas.

Nicolás Burotto Ravanal  
Cespa-FCE-UBA

Junio 2017

# Introducción

- El objetivo de la presentación es dar una breve revisión de las hipótesis que explican las causas de la reciente crisis financiera originada en EE.UU. en 2007.
- Además, se repasan las crisis latinoamericanas a partir de la década del 80' hasta el contagio de la crisis financiera de 2007 bajo la mirada de la hipótesis minskiana de crisis cíclicas.

# Hipótesis sobre las causas de la crisis financiera de 2007

- Palley (2015), plantea la existencia de tres hipótesis acerca de las causas de la crisis financiera de 2007:
  1. Perspectiva neoliberal *extrema*.
  2. Perspectiva neoliberal *suave*.
  3. Perspectiva progresista.
- Además:
  4. Desequilibrios macroeconómicos globales.
  5. Crítica a la NFA.
  6. Hipótesis minskiana.

# Hipótesis sobre las causas de la crisis financiera de 2007

## 1. Perspectiva neoliberal *extrema*:

- Sostienen la “hipótesis de fracaso del gobierno”.
- La burbuja inmobiliaria fue causada por una política monetaria laxa (bajas tasas de interés desde 2001) y la intervención del gobierno en el mercado inmobiliario con fines políticos.
- Recomiendan mayor independencia de la FED y metas de baja inflación a través de una estricta política monetaria.
- Además, recomiendan austeridad fiscal para hacer frente a la deuda dejada por la crisis.

## 2. Perspectiva neoliberal *suave*:

- Sostienen la “hipótesis de fracaso del mercado”.
- Justifican el origen de la crisis a una inadecuada regulación del mercado financiero.
- Las autoridades permitieron estructuras de pago con incentivos perversos, empujando la desregulación y autorregulación demasiado lejos.
- Esto provocó una mala asignación financiera y mala asignación del ahorro externo.
- Recomiendan mayor regulación de instituciones financieras y mayor estímulo fiscal y monetario para combatir el estancamiento (secular).

# Hipótesis sobre las causas de la crisis financiera de 2007

## 3. Perspectiva progresista (o keynesiana):

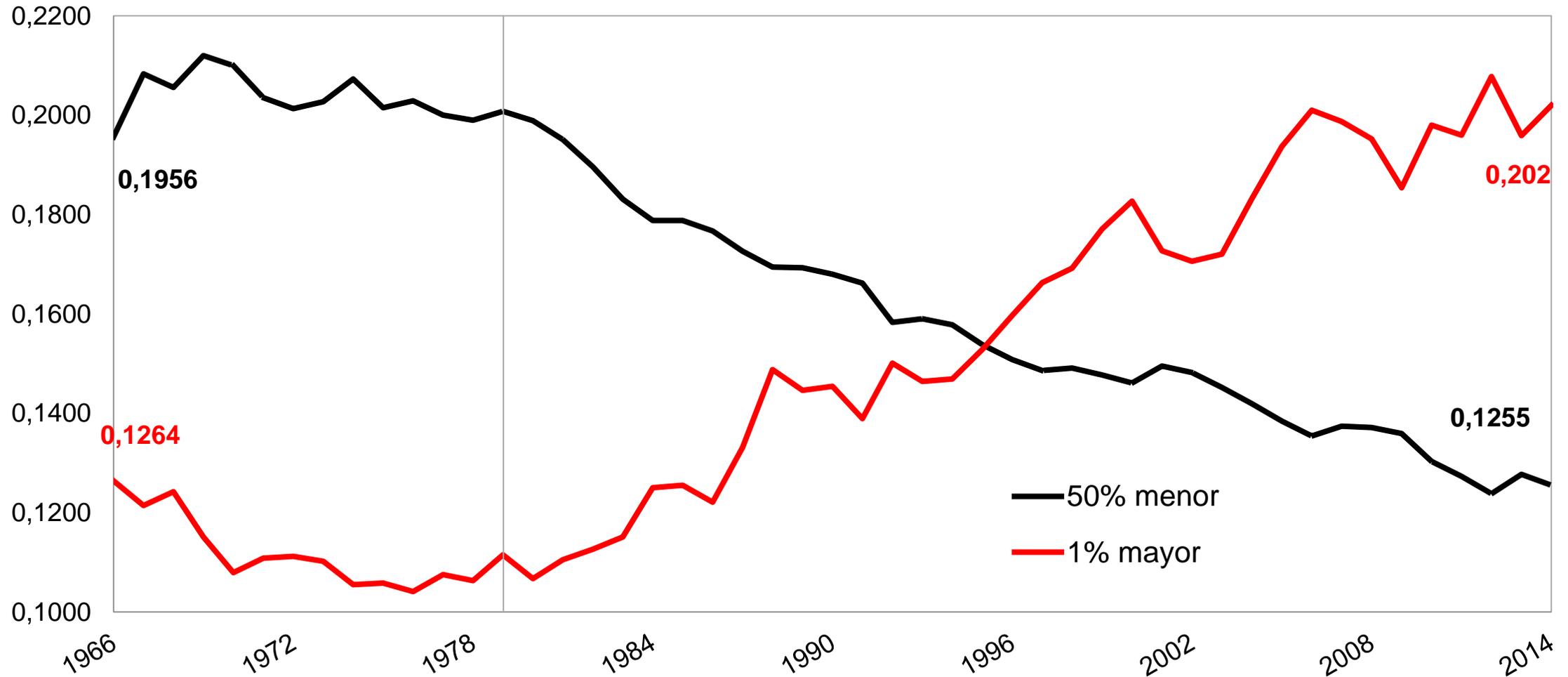
- Atribuyen la crisis a la estructura del sistema.
- El problema es la política económica neoliberal adoptada por EE.UU. desde fines de los 70'.
- El mundo se vio afectado porque, de algún u otro modo, todos los países han participado de este sistema defectuoso donde el exceso financiero es solo una parte del problema.
- Recomiendan reemplazar el actual modelo por un sistema donde empresas y corporaciones sirvan a un “interés público”.
- Restablecer pleno empleo y aumentar vínculo entre crecimiento de salarios y productividad.

## 3. Perspectiva progresista (o keynesiana):

- La actual configuración económica inevitablemente genera estancamiento porque se produce una escasez en la demanda agregada de carácter estructural.
- Esto, debido al impacto regresivo en la distribución del ingreso y el efecto de la globalización que provoca déficits comerciales, caída salarial y deslocalización de puestos de trabajo.

# Hipótesis sobre las causas de la crisis financiera de 2007

Figura 1. Ingreso nacional por estrato antes de impuestos EE.UU. 1966-2014  
(en % del total)



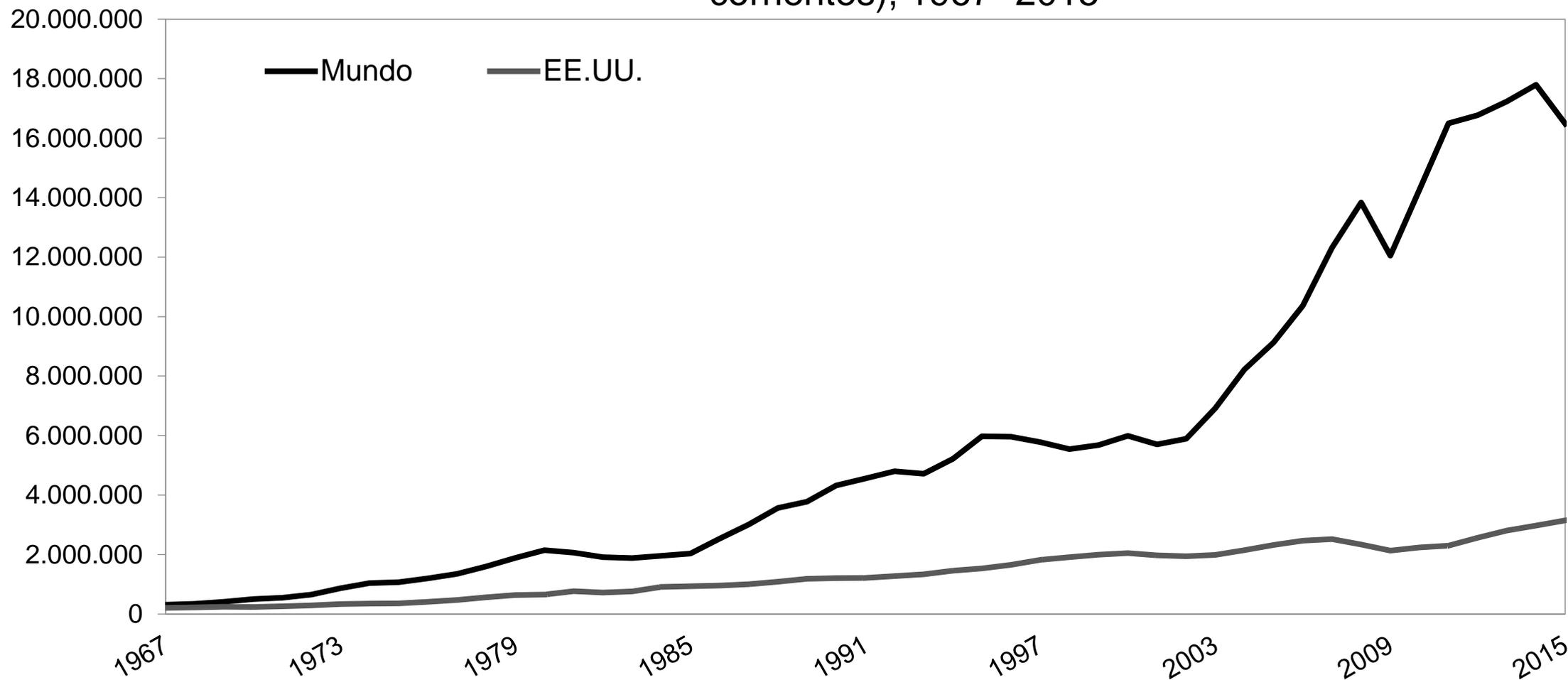
Fuente: World Wealth & Income Database (WID).

## 4. Desequilibrios macroeconómicos globales:

- Baja tasa de ahorro en EE.UU. como principal causa de la fragilidad financiera.
- Esta fragilidad se ve amplificada por la baja regulación de los mercados financieros.
- Wade (2009) denomina a este fenómeno el “mecanismo de reciclado de crédito”.
- Este reciclaje de moneda que viene experimentando el mundo se canaliza como crédito al sector privado, principalmente a la financiación hipotecaria.
- Consecuencia: *boom* inmobiliario.

# Hipótesis sobre las causas de la crisis financiera de 2007

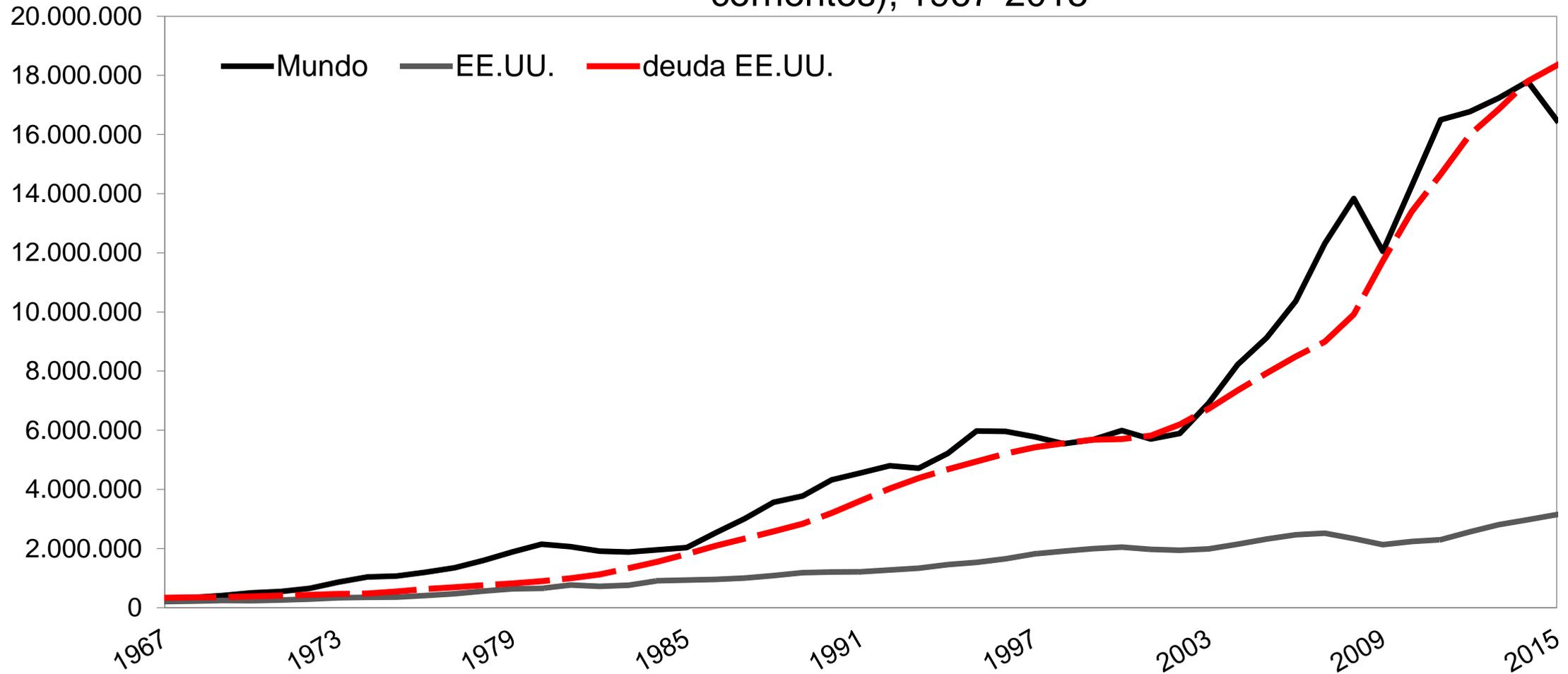
Figura 2. Evolución ahorro bruto Mundo y EE.UU. (en millones de us\$ corrientes), 1967- 2015



Fuente: Banco Mundial.

# Hipótesis sobre las causas de la crisis financiera de 2007

Figura 3. Evolución ahorro bruto Mundo y EE.UU. (en millones de us\$ corrientes), 1967-2015



Fuente: Banco Mundial.

## 4. Desequilibrios macroeconómicos globales (continuación de lo anterior):

- Reformas inmediatas del sistema financiero no son suficientes.
- Se necesita mirar más allá de la política monetaria y regulación financiera con miras a una reorganización del capitalismo a largo plazo.

## 5. Crítica a la Nueva Arquitectura Financiera (NFA):

- En el paradigma de la NFA, se argumenta que los mercados financieros libres reducen al mínimo la posibilidad de crisis e intervenciones del gobierno.
- Además, creen que la competencia de los mercados de capitales establecen un precio óptimo de los productos financieros.
- Dado el precio óptimo, ningún agente se deja engañar en la adquisición de un riesgo excesivo.
- Por lo tanto, el riesgo se *esparce* homogéneamente sobre los agentes en todo el mundo.

## 5. Crítica a la Nueva Arquitectura Financiera (NFA):

- Crotty (2009), sostiene que la desregulación (desde fines 70') configuró mercados financieros cada vez más grandes respecto a la economía real.
- Productos financieros se tornan más complejos, opacos y sin liquidez (innovación financiera).
- La creciente dependencia de prod. financieros en un sistema globalizado crea canales de contagio que elevan el riesgo sistémico.
- Por lo tanto, la crisis en un mercado relativamente pequeño pudo expandirse rápidamente a todo el mundo. Esta complejidad generó un sistema frágil e inestable.

## 6. Hipotésis minskiana de crisis financieras:

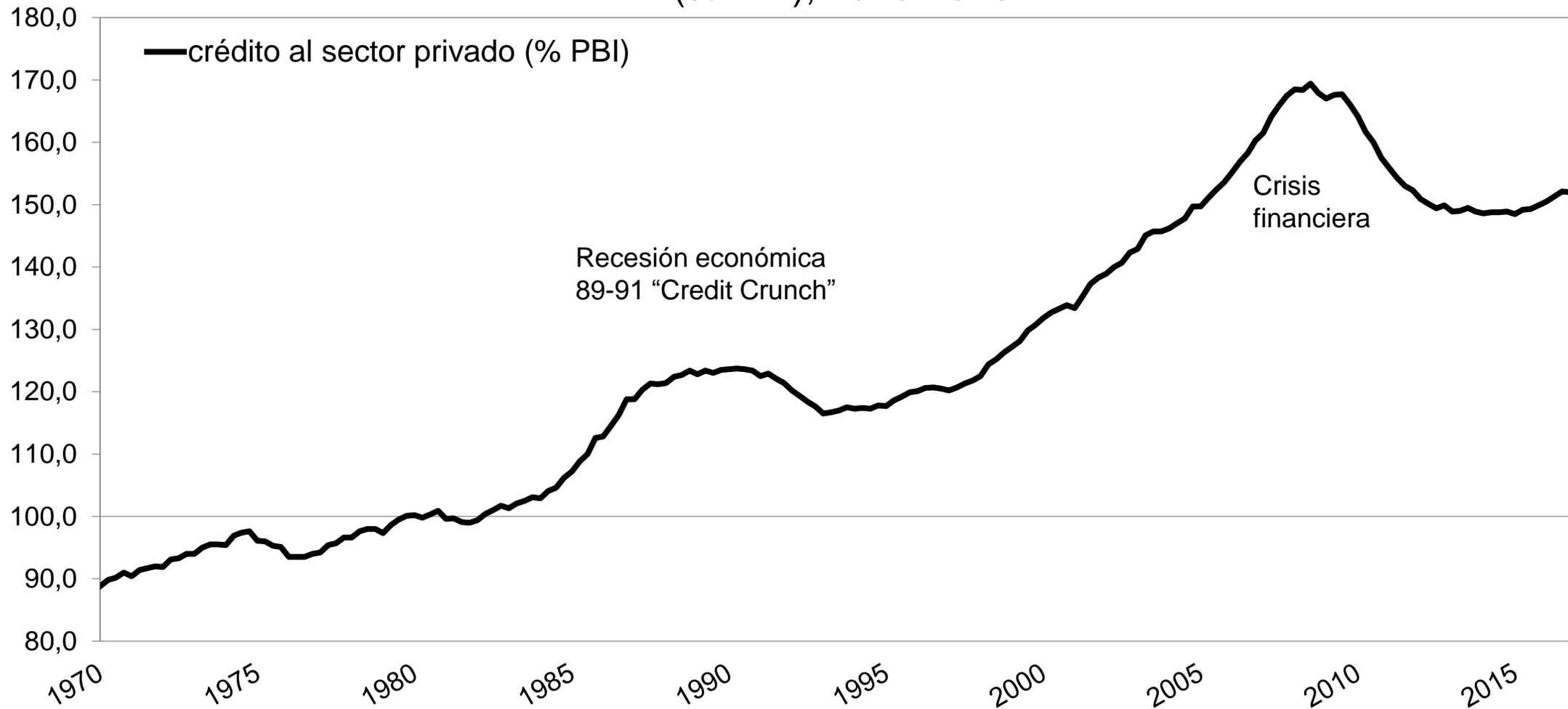
- Los mercados financieros no son sistemas estables, de modo que las crisis no son eventos inusuales y presentan un carácter cíclico.
- Es decir, por naturaleza el funcionamiento de los mercados de capitales es endógenamente inestable.
- Las crisis siempre vienen precedidas por una fase de auge financiero y económico.
- En la fase de auge, la confianza de los agentes impulsa innovaciones financieras, demanda de bienes y aumento de la inversión. A su vez, se incrementa la fragilidad del sistema.

## 6. Causas de la crisis bajo la mirada minskiana:

- La innovación financiera que gatilló la crisis fue el resultado de un intento de securitizar activos ilíquidos, negociables en mercados secundarios (Caverzasi, 2014).
- Palma (2009) y Kregel (2008) reconocen un esquema Ponzi en el mercado hipotecario *subprime*: los compromisos en efectivo solo pueden ser cubiertos por un mayor endeudamiento. Este esquema causó la crisis.
- Un elemento adicional: déficit en cuenta corriente (Dymski, 2010).

# Hipótesis sobre las causas de la crisis financiera de 2007

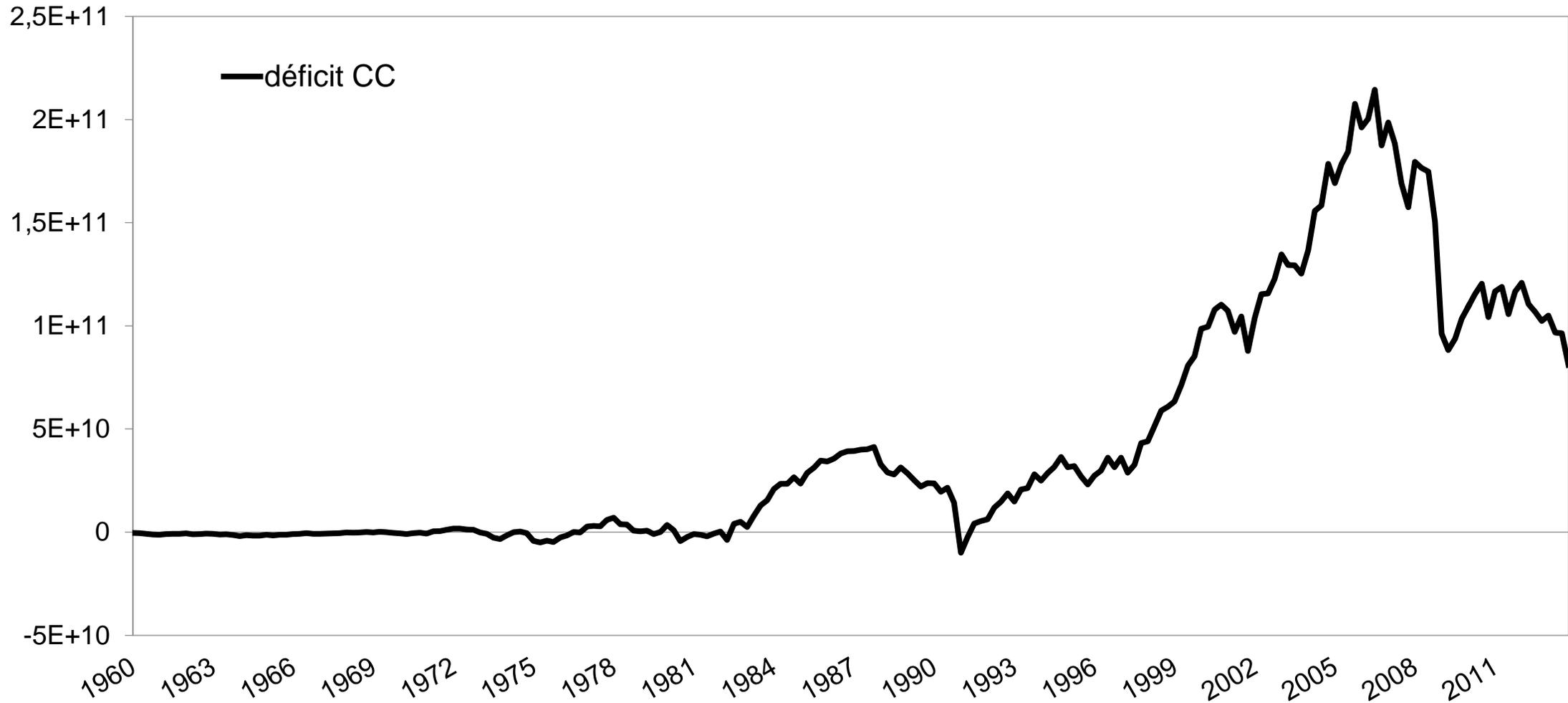
Figura 4. Crédito total al sector privado no financiero EE.UU.  
(% PBI), 1970-2016



Fuente: Federal Reserve Economic Data.

# Hipótesis sobre las causas de la crisis financiera de 2007

Figura 5. Déficit cuenta corriente EE.UU. (en dólares corrientes) 1960-2013



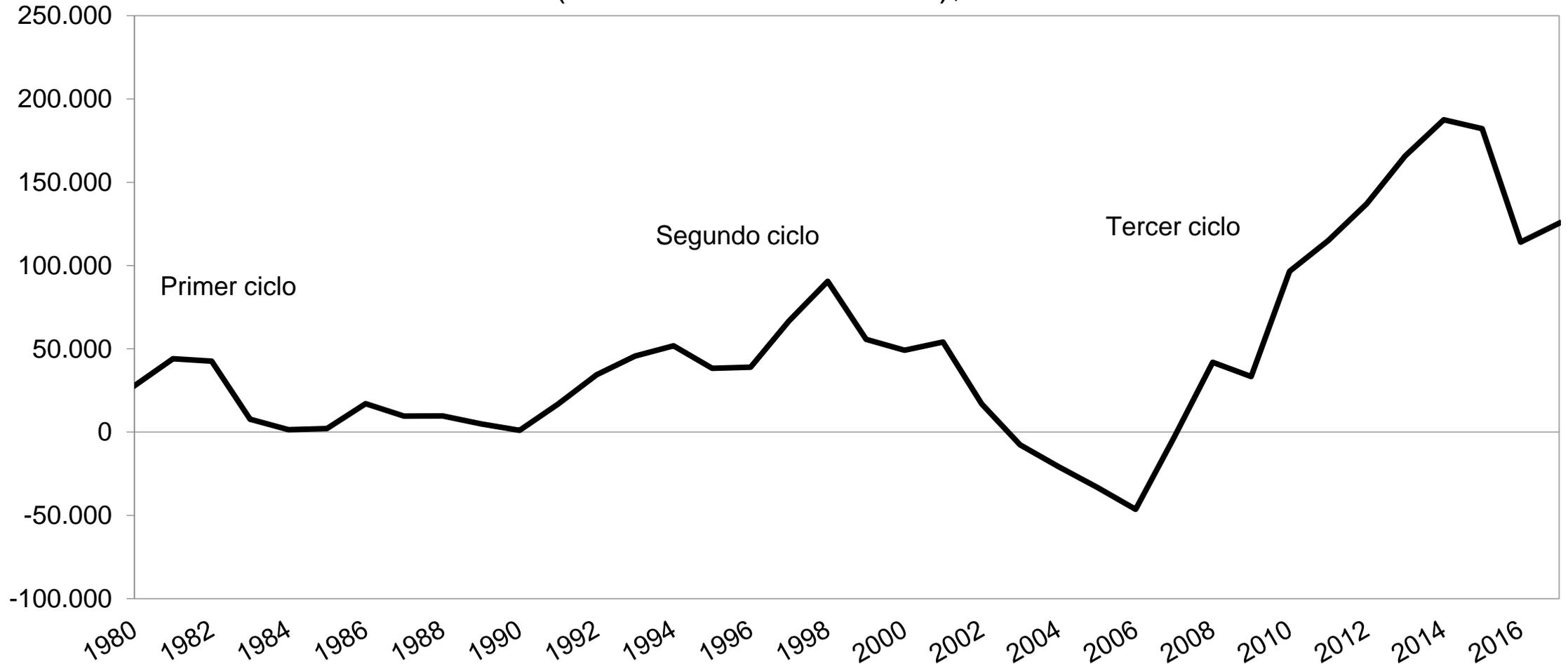
Fuente: Federal Reserve Economic Data.

# Crisis cíclicas latinoamericanas

- La hipótesis que se asume, es que las crisis latinoamericanas se corresponden muy claramente al modelo minskiano de crisis financieras.
- A lo largo de tres décadas, se observan tres ciclos de crisis:
  1. Crisis de la deuda latinoamericana.
  2. Crisis de la década del noventa.
  3. Contagio crisis financiera del 2007.

# Crisis cíclicas latinoamericanas

Figura 6. Balance de pagos en América Latina. Déficit de cuenta corriente (en millones de dólares), 1980-2017



Fuente: FMI.

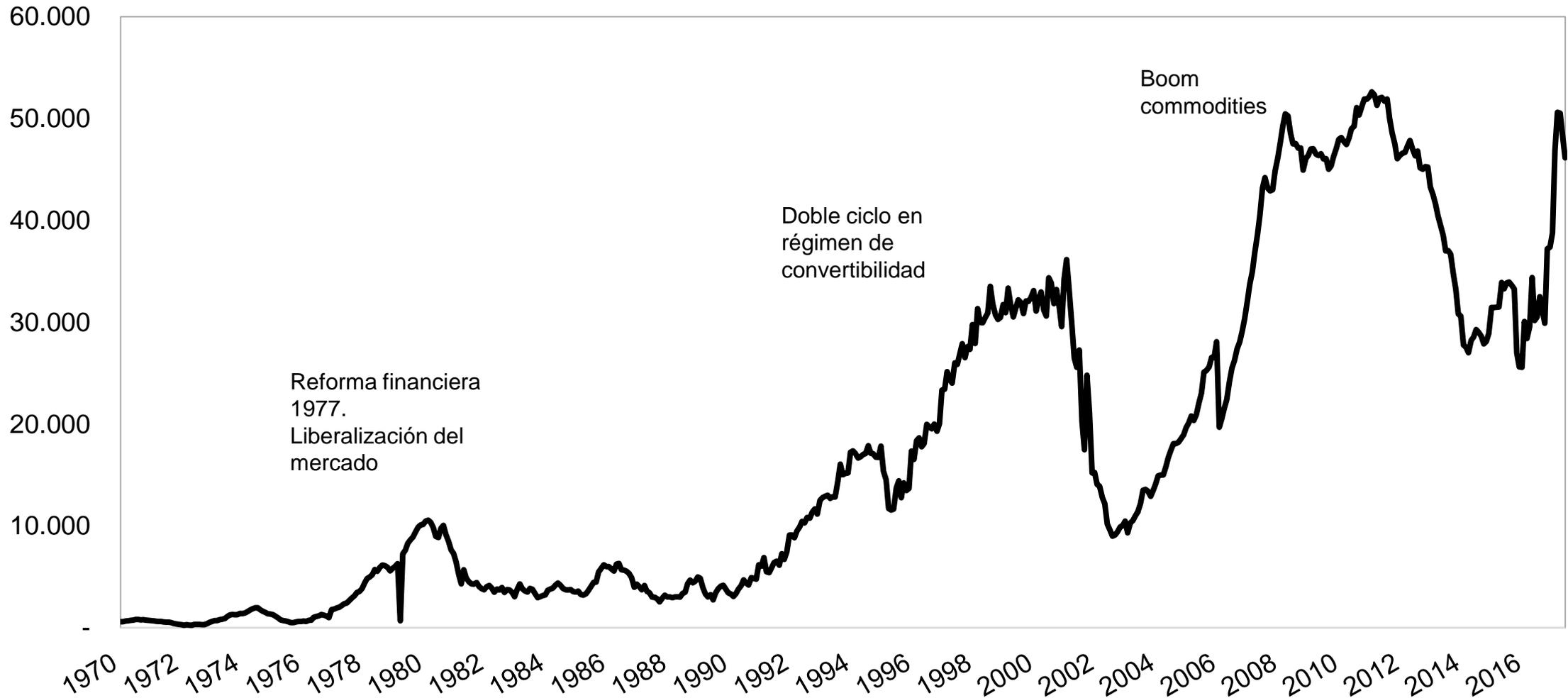
# Crisis cíclicas latinoamericanas

Primer ciclo (fines 70-principios 80):

- Década 1970, Chile y Argentina llevaron a cabo importantes reformas del mercado financiero.
- Reforma financiera Argentina 1977: liberalización tasas de interés y luego cuenta de capitales.
- Se acumulan reservas y con ello crece el crédito interno y la demanda agregada.
- Esto provoca presiones sobre los precios de los BBySS.
- Se adoptan numerosos planes de estabilización, con las “tablitas” cambiarias como anclas nominales.
- Contextos de apreciación cambiaria y apertura comercial y financiera: arbitraje entre activos internos y externos.

# Crisis cíclicas latinoamericanas

Figura 7. Reservas internacionales Argentina, 1970-2017



Fuente: BCRA.

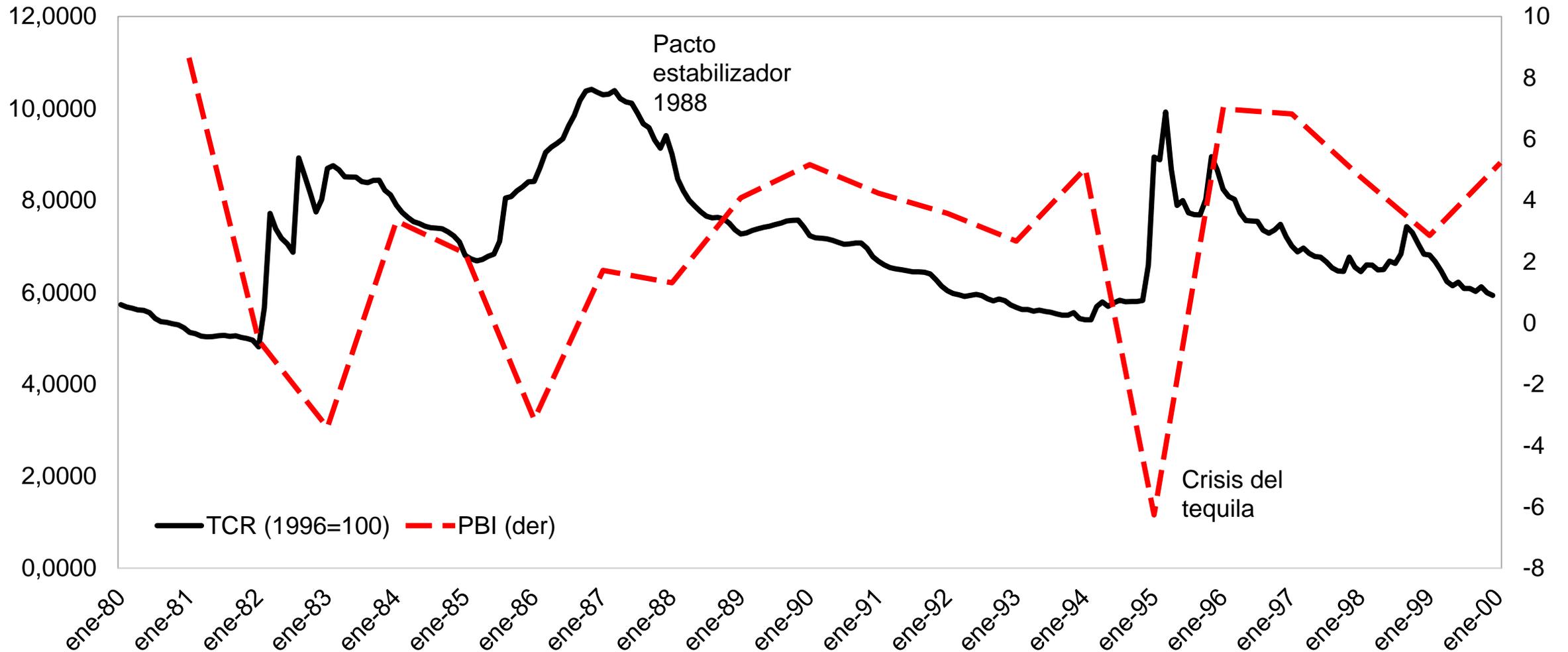
# Crisis cíclicas latinoamericanas

## Segundo ciclo (década 1990):

- Argentina: se desarrollan dos ciclos completos. El primero, va desde inicio régimen de convertibilidad hasta tequila. El segundo, desde tequila hasta crisis 2001.
- México: a partir del *pacto* estabilizador en 1988 se logra estabilidad y crecimiento: se inicia la fase de auge del ciclo. Mejoran las expectativas, cae la incertidumbre. La liberalización comercial, financiera y privatizaciones aprecian el TCR y con ello aumenta la fragilidad del sistema.
- Brasil: la implementación del Plan Real (1994) logra estabilizar la economía, esta se expande y en un contexto de globalización financiera entran capitales.

# Crisis cíclicas latinoamericanas

Figura 8. Tipo de cambio real y variación PBI México, 1980-2000



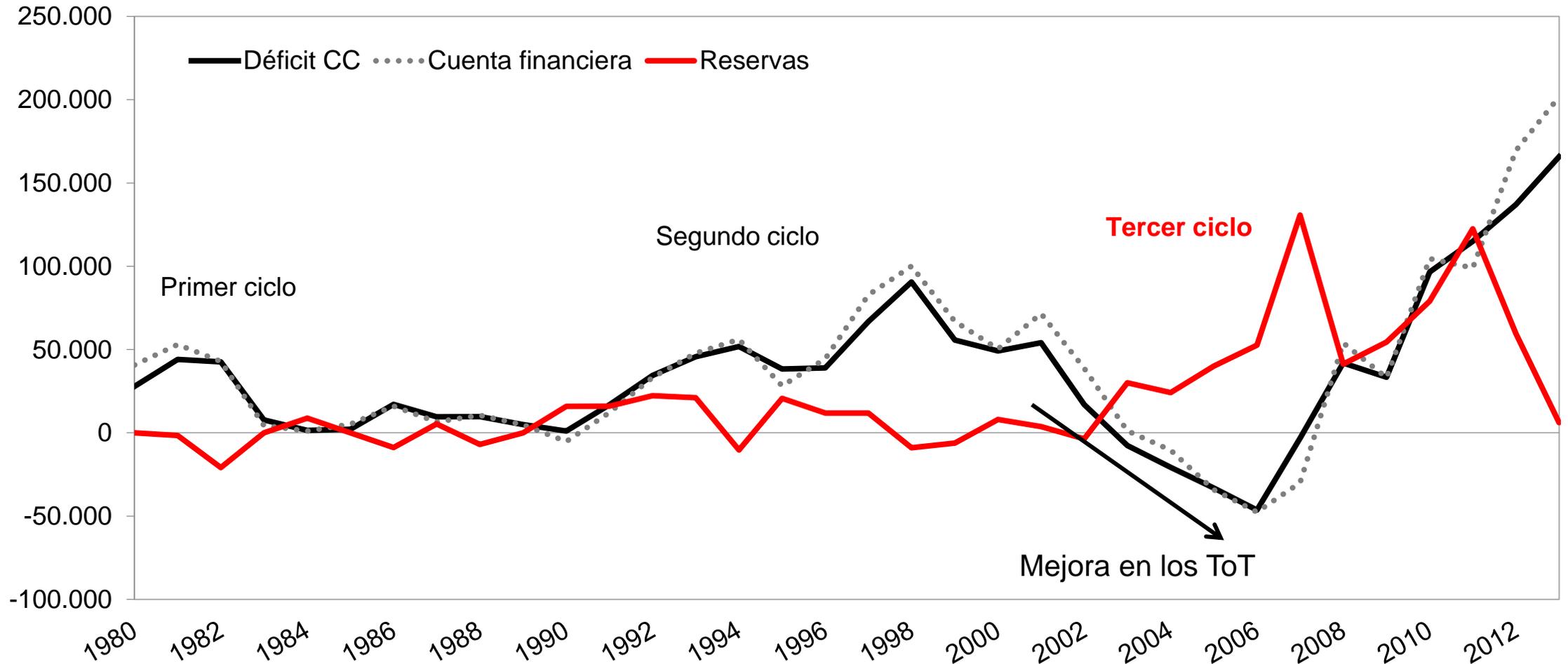
Fuente: Centro de Estudios de las Finanzas Publicas, Cámara de diputados.

## Tercer ciclo (década 2000):

- Esta fase de auge presenta una particularidad respecto a las anteriores: la recuperación estuvo sostenida por un aumento de los términos de intercambio, no por un flujo de capitales externos.
- Además, se pasó de regímenes cambiarios intervencionistas hacia regímenes más flexibles.
- Reversión flujos de capitales como consecuencia de una reducción de los déficits de cuenta corriente y sistemática acumulación de reservas.
- El contagio de crisis 2007 llegó con rezago. Sin embargo, la región se recuperó rápidamente.

# Crisis cíclicas latinoamericanas

Figura 9. Balance de pagos en América Latina. Déficit de cuenta corriente, financiera y variación de reservas (en millones de dólares), 1980-2013



# Comentarios finales

- Resistencia frente al contagio (Frenkel, 2012):
  1. Regímenes cambiarios flexibles.
  2. Coordinación políticas fiscales y monetarias.
  3. Adopción TCR competitivos.
  4. Autonomía políticas monetarias activas (sostenibilidad esterilización).
  5. Equilibrio cuentas fiscales.
- Los factores que dan comienzo a la fase de auge del ciclo en la crisis financiera de 2007 son endógenos al sistema.
- Sin embargo, los factores que dan comienzo a la fase de auge del ciclo en Latinoamérica son exógenos. Por ejemplo, control de la cuenta de capitales.

# Referencias

- Cavernazi, E. (2014), "Minsky and the Subprime Mortgage Crisis: The Financial Instability Hypothesis in the Era of Financialization", *Working Paper*, nro. 796, The Levy Economics Institute of Board.
- Crotty, J. (2009), "Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the new financial architecture", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, nro. 4, pp. 563-80.
- Dymski, G.A. (2010), "Why the subprime crisis is different: a minskian approach", *Cambridge journal of economics*, vol. 34, nro. 2, pp. 239-255.
- Frenkel, R. (2012), "Lecciones de política macroeconómica para el desarrollo, a la luz de la experiencia del pasado decenio", *El Trimestre Económico*, vol. 79, nro. 313, pp. 5-49.
- Kregel, J. (2008), "Minsky's cushion of safety: systemic risk an the crisis in the U.S. subprime mortgage market", *Public Monetary Brief*, nro. 93, The Levy Economics Institute of Board.
- Palley, T. (2015), "The US Economy: Explaining Stagnation and Why It Will Persist" en Gallas, Herr, Hoffer and Scherrer (eds.), *Combatting Inequality: The Global North and South*, Rouledge.
- Palma, J. G. (2009), "The Revenge of the Market on the Rentiers: Why neo-liberal re-ports of the end of history turned out to be premature", *Cambridge Working Papers in Economics (CWPE)*, 0927.
- Wade, R. (2009), "From Global Imbalances to Global Reorganizations", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, nro. 4, pp. 539–62.