

LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL ACTUAL Y SU IMPACTO EN LA ARGENTINA

POR EL DR. EDUARDO CONESA

**PROFESOR TITULAR DE ECONOMIA Y FINANZAS DE LA UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES
DIRECTOR DEL DEPARTAMENTO DE CIENCIAS SOCIALES DE LA FACULTAD DE
DERECHO**

INTRODUCCIÓN

La actual crisis financiera internacional que se materializa en una caída del 40% de las acciones en Wall Street y en las quiebras de bancos de inversión como Lehman Brothers y Bear Stearns evoca la terrible crisis que azotó al mundo en 1930. Mucha gente se pregunta hasta que punto no se repetirá desde el 2008 en adelante la depresión que azotó al mundo hace 80 años. En principio son dos crisis bastante distintas en ciertos aspectos pero bastante parecidas en otros. La diferencia fundamental radica en los presupuestos ideológicos completamente distintos que anidan en las mentes de las autoridades nacionales de los países en 1930 y en el 2008. Comenzaremos por describir la crisis de 1930. En efecto, aquélla crisis comenzó con una fuerte caída de la bolsa en 1929, caída que tuvo su antecedente en la suba de la tasa de interés que en el año 1928 implementó la Reserva Federal de los EEUU bajo la Presidencia de un banquero muy conocido en aquel tiempo llamado Benjamín Strong. A su vez este señor tomó esa decisión para evitar el recalentamiento de la economía norteamericana y la inflación que hubiese seguido. En efecto, durante 1928 la tasa de desempleo en los EEUU era del 2%, la economía crecía a gran velocidad apoyada por las innovaciones tecnológicas y del dólar americano devaluado en términos reales en relación a la libra esterlina y al marco alemán. Si el señor Strong no hubiese subido la tasa de interés, la economía norteamericana hubiese experimentado luego una suave inflación de demanda que hubiera revaluado al dólar en términos reales y por implicancia habría producido una devaluación en términos reales en Alemania e Inglaterra. De esta manera la economía mundial hubiera entrado en un equilibrio sinérgico que quizá hubiese evitado la recesión de 1930 e incluso la segunda guerra mundial. Pero la historia no ocurrió con esta secuencia de hechos. Por el contrario, la secuencia fue que al subir la tasa de interés en 1928, en 1929 se derrumbó Wall Street y se causó la depresión de la década siguiente la cual determinó a su vez una caída del 70% de los precios de nuestros productos básicos de exportación y por esta vía afectó a nuestra economía fuertemente. La actual crisis internacional ya generó una caída de los precios de exportación argentinos de commodities agropecuarias del orden del 40%.

PRESUPUESTOS IDEOLOGICOS DE LA CRISIS DE 1930

En gran medida, la caída de Wall Street en orden de 80% estuvo determinada por el excesivo apalancamiento que auspiciaban los comisionistas de bolsa. Como las acciones subían en 1926, 27 y 28 y la suba parecía no tener fin, el público compraba acciones; luego dejaba las acciones en garantía con comisionistas de bolsa, los cuales, con la garantía de dichas acciones, otorgaban créditos a los ahorristas para que compren más acciones. Y la operativa se repetía varias veces. Cuando el mercado de valores empezó a caer, los comisionistas pidieron a los inversores la reposición de las garantías, y como los inversores no podían hacerlo, se produjo la ejecución y la venta masiva de las acciones provenientes del abusivo apalancamiento anterior. Esto provocó la caída prácticamente sin límites del mercado de valores. Las empresas industriales y comerciales que financiaban sus compras de bienes de capital mediante la emisión de acciones, al no poder emitir más acciones porque los precios de estas estaban muy bajos, suspendieron las inversiones en máquinas, equipos y construcciones. Al caer la inversión en activos físicos, se produjo el efecto multiplicador de dicha caída sobre toda la actividad económica y el empleo. El desempleo y la caída del poder de compra determinó que las empresas no pudieran vender sus productos industriales y en consecuencia tuvieron que despedir más personal aún. Además,

las empresas al no poder vender tampoco pudieron repagar los créditos bancarios y fue así que 9.000 bancos acreedores tuvieron que cerrar sus puertas ante los requerimientos de la devolución de los depósitos por parte de los depositantes. Por su parte, el gobierno ante la caída de la recaudación fiscal decidió reducir sus gastos, pero el “no” gasto del gobierno significaba el “no ingreso” de otros y su menor gasto subsiguiente. A todo esto en 1932 el desempleo en los EEUU alcanzó el 25% y la caída de PBI el 30%.

Cuando asumió el nuevo presidente de los Estados Unidos Franklin Delano Roosevelt llamó a Keynes para preguntarle qué hacer para conjurar el terrible desempleo. La respuesta del economista no se dejó esperar: emitir mucho pero mucho dinero. *It can not be that easy* exclamó asombrado Roosevelt. Pero emitir era muy difícil. Con el patrón oro no se podía emitir moneda si el Banco Central no compraba oro. Fue así que el Presidente prohibió la tenencia de oro amonedado y en lingotes por parte de los residentes en Estados Unidos y los obligó a vender dicho oro a la Fed al precio de 35 dólares la onza de oro, es decir, pagando un precio casi un 70% mayor que el precio oficial del oro hasta ese momento que era de 20.56 dólares la onza. Aun así la emisión de circulante fue solamente del orden del 20%.

En retrospectiva, no cabe duda que si la Reserva Federal hubiese prestado masivamente a los bancos para que estos pudieran devolver los depósitos y el gobierno hubiese aumentado fuertemente la inversión pública y el gasto público para contrarrestar la depresión, esta se hubiese evitado. Sin embargo, EEUU estaba bajo sistema monetario del patrón oro, sistema que impedía un aumento masivo de la cantidad de dinero y por otra parte, un déficit del gobierno para estimular la economía era visto como una verdadera herejía. Y en esa época las mentes de los políticos y economistas estaban atrapadas por las enseñanzas de la escuela clásica originada en Adam Smith y David Ricardo que sostenían que cualquier emisión monetaria produciría inflación y cualquier gasto del gobierno podía llevar fácilmente a la hiperinflación. Reinaba la ideología del *laissez faire, laissez passer* que pregona como cura el libre juego de la oferta y la demanda y el Estado gendarme. Contra esta ideología se levantó la nueva teoría económica de John Maynard Keynes que publicara en 1936 su magna opus titulada *La teoría general del empleo, el interés y la moneda*. Esta teoría dominó la economía política en la segunda mitad del siglo veinte e impidió el resurgimiento de depresiones económicas como las de 1930 hasta el 2003. Al respecto cabe agregar que en dos meses del 2008, Ben Bernanke el banquero central actual de los de los Estados Unidos casi duplicó la cantidad de circulante.

LOS PRESUPUESTOS IDEOLOGICOS DE LA CRISIS DE 2007- 2008

En la segunda mitad del siglo XX, las teorías de John Maynard Keynes no reinaron sin oposición. La caída del imperio soviético en 1989 provocó por reacción una euforia desmedida del capitalismo más salvaje y un extraordinario resurgimiento ideológico del *laissez faire, laissez passer* y en la confianza ilimitada en el poder mágico y sinérgico de los mercados libres de la intervención estatal. Se intentó volver a las ideas económicas pre-keynesianas olvidando que Keynes fue el auténtico salvador intelectual del sistema capitalista. Sus teorías fueron desafiadas en algunos países como por ejemplo en la Argentina de 1991-2001 con la implementación práctica de una versión criolla del viejo patrón oro, tan vituperado por Keynes.

Soy de opinión que existe una cierta magia de los mercados competitivos y un efecto sinérgico sobre la economía por parte de ellos. Pero estos efectos sinérgicos operan solamente en los mercados de bienes y servicios reales, y ello siempre y cuando el gobierno y el banco central aseguren el pleno empleo mediante el uso de los altos resortes de la política monetaria y la política fiscal.

Los efectos mágicos del *laissez faire, laissez passer* no se aplican a los mercados financieros, ni existe una teoría económica sólida ni teoremas matemáticos que demuestren concluyentemente que los mercados financieros tiendan al equilibrio, ni a reflejar el verdadero valor subyacente de los activos reales que representan. Existe sí una abundante literatura sosteniendo “*la tesis de la eficiencia de los mercados de capital*”. Según esta teoría, los mercados de capital incorporan toda información existente en los precios de las acciones, precios que encerrarían dentro de sí una extraordinaria sabiduría. Todo lo que ocurre en una empresa se reflejaría en el precio de sus acciones en el mercado de valores en cuestión de segundos. Esta teoría es equivalente a afirmar que si yo encuentro un billete de 100 pesos tirado en el piso, en realidad, esto sería imposible porque ya antes alguien lo hubiera levantado primero. Tal es el grado y la rapidez con que los mercados financieros incorporarían la información existente de las cotizaciones de los valores. Tanta sabiduría de los mercados financieros llevó a muchos economistas a creer que estos no necesitan regulación puesto que se auto-regulan por sí mismos, dada la poderosísima tendencia a difundirse que tiene toda información, y más aún en esta era de la informática. Y esta es precisamente la causa de la crisis actual: la confianza ilimitada en la autoregulación del sector financiero y en sus bondades. Pero los operadores del sector financiero no son como el panadero o el zapatero de los cuales nos hablaba Adam Smith en *La riqueza de las Naciones*. Cuando los zapateros, los plomeros o los panaderos buscan su propio beneficio y maximizar sus ganancias, contribuyen sin quererlo y sin saberlo al beneficio del conjunto social, lo cual no era su intención.¹ En el caso de los operadores financieros y de los mercados no regulados, el operador financiero busca su propio beneficio a veces en total contradicción con el bien del conjunto social.

El actual Secretario del Tesoro de los Estados Unidos Henry Paulsen es un conspicuo miembro del *establishment* norteamericano, un *wasp*, con educación en el Dartmouth College, una institución de la liga de la hiedra, y banquero de inversión de profesión. Como ex presidente de Goldman and Sachs es un creyente en la tesis de la eficiencia de los mercados financieros pero ante la gravedad de la crisis no vaciló en propiciar que el Estado suscriba acciones preferidas de bancos privados para rescatarlos de la crisis. Estatizar los bancos!!! No cabe duda que la dirigencia estadounidense de hoy educada en las ideas de Keynes hará lo que resulte necesario para evitar que se repita el desastre de 1930. La dirigencia estadounidense de hoy esta en las antípodas de Andrew Mellon, el Secretario del Tesoro en 1929 que propiciaba una política totalmente opuesta de liquidar, liquidar y liquidar entidades para limpiar la podredumbre el sistema. Hoy en día, el pragmatismo que muestran los líderes norteamericanos ante la gravedad de la crisis deja en pequeño a la extraordinaria medida dictada en 1946 en nuestro país por la cual se estableció un original e interesante sistema bancario anti-crisis por cual todos los depósitos bancarios en los bancos privados y en los públicos del sistema se hacían por cuenta y orden del Banco Central de la Republica Argentina.²

EL ERROR DE LA DESREGULACION FINANCIERA Y LOS DERIVATIVOS.

Por ello es que citaremos algunas frases expresivas de conceptos antagónicos sobre este tema. Así Alan Greenspan, el anterior Presidente de la Reserva Federal de los EEUU,

¹ An Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations 1776, Edición de Oxford, Clarendon Press 1976, p. 199.

² Conesa Eduardo, *Macroeconomía y Política Macroeconómica, Los secretos del desarrollo en la economía abierta*, La Ley 2008, 4ta Edición, página 523. El original sistema bancario en cuestión fue establecido por el decreto 11.554 del 24 de Abril de 1946. Bajo este sistema no podía haber crisis de confianza en un banco determinado pues todas las entidades eran simples mandatarias del Banco Central en cuanto a la recepción de los depósitos. Los depósitos se hacían desde el punto de vista legal en el mismo Banco Central que entonces respondía por ellos con su capacidad de emisión ilimitada. Esto en cuanto al pasivo de los bancos. La administración del activo quedaba a cargo de cada banco privado que se hacía cargo de las pérdidas en caso de otorgar malos préstamos. El Banco Central, respecto del activo, se limitaba a fijar la cantidad total de crédito que podía dar cada banco.

expresó la siguiente opinión sobre el mercado de los derivados en el comité de bancos del Senado en el 2003:

“Nosotros hemos encontrado a través de los años que los derivados han sido un vehículo extraordinariamente útil para transferir el riesgo desde aquellos que no deberían tomarlo hacia aquellos otros que están deseosos de tomarlo y además son capaces de hacerlo. Nosotros pensamos que sería un error regular más profundamente estos contratos”

Una opinión importante y contraria es la del hombre más rico del mundo; Warren Buffet quien expresó también en el año 2003 lo siguiente:

“Los derivados son armas financieras de destrucción masiva que llevan consigo peligros que aunque ahora están latentes, son potencialmente letales”

Otra opinión al respecto es la de Félix Rohatyn, el financista que arregló la situación de insolvencia de la ciudad de Nueva York en los setentas:

“Los derivados son potenciales bombas de hidrógeno”

Después de estas frases se impone explicar qué son los derivados. Son contratos financieros que han sido creados para suavizar los riesgos de inversión. Algunos de estos contratos protegen a los titulares de crédito contra la insolvencia del deudor hipotecario. El nombre proviene de que su valor “deriva” de los activos subyacentes. Los activos subyacentes pueden ser reales o financieros. Pueden ser acciones, bonos, *commodities*, casas o créditos hipotecarios. El más común de los derivados es simplemente el seguro que la gente contrata sobre su casa. En el mundo complejo de las finanzas, los derivados permiten que los bancos y las corporaciones asuman riesgos muy complejos que de otra manera evitarían. Debido a la existencia de derivados los bancos pueden emitir más y más hipotecas y pueden luego comercializar dichas hipotecas para hacerse de dinero y seguir prestando para nuevos préstamos hipotecarios. Esta forma de operar engendrando un activo de riesgo para luego venderlo, puede llegar a limitar el riesgo del prestamista, pero al mismo tiempo incrementa el número de personas expuestas al riesgo cuando se produce la caída del sistema. Quizás un ejemplo ayude a entender mejor qué es lo que ha pasado con estos contratos financieros:

En la época final de la Presidencia de Alan Greenspan a la Reserva Federal a comienzos del milenio, se redujeron excesivamente y por un largo tiempo las tasas de interés. El banquero central estaba temeroso de que los Estados Unidos caiga en la trampa de liquidez en que cayó Japón en el decenio de 1990 y Estados Unidos en el de 1930. En rigor todas las naciones muy desarrolladas enfrentan una declinación secular en sus tasas de crecimiento y ellas no se pueden evitar con medidas exclusivamente monetarias porque en esas economías la mayor parte del empleo es provisto por servicios no transables internacionalmente donde la tasa de crecimiento de la productividad es muy baja. El punto ha sido estudiado exhaustivamente en mi libro *Macroeconomía y Política Macroeconómica*³ en los capítulos 9 a 16 y a ellos me remito. Los bancos, ante la caída de las tasas de interés vieron disminuir la rentabilidad de su negocio. La única manera de aumentar las utilidades de los bancos en un contexto de bajas tasas de interés se daba dando más y más préstamos compensando de esta manera la baja tasa de interés con la cantidad de préstamos. Claro está que al otorgar más y más préstamos, los últimos implicaban un mayor riesgo. Reitero pues que con tal de cobrar comisiones se otorgaron créditos

³ Conesa Eduardo, *Macroeconomía y Política Macroeconómica*, Editorial La Ley, 2008, ver especialmente el capítulo 14 en la página 143 y siguientes.

hipotecarios para la compra de la casa a personas insolventes. En EEUU se habla de préstamos a clientes *ninja*, lo cual significa *no income, no job, no assets*, o sea personas sin ingresos fijos, sin empleo y sin propiedades. Pero estos préstamos hipotecarios permitían a los operadores financieros de los bancos cobrar comisiones. Luego los bancos vendían los créditos hipotecarios para hacerse de dinero efectivo para hacer mas prestamos hipotecarios aun. Además en el afán por colocar créditos hipotecarios, se asignaba a las casas o a los departamentos que compraba un *ninja*, un valor muy superior al del mercado en la confianza de que al año siguiente, el aumento de los valores de las casas permitiría que esa misma tuviera un mayor valor que el préstamo hipotecario en cuestión. Además muchas hipotecas estaban otorgadas a tasa variable. Se calcula que este tipo de hipotecas ninja, constituía el 7% de las hipotecas en el año 2001. Pero en 2004, 2005, 2006 pasaron a ser el 18% de los préstamos hipotecarios.

Por algunos años, los deudores pudieron pagar las cuotas hipotecarias mientras las tasas de interés se mantuvieron bajas y mientras el valor de la casas subiera. Muchos deudores además, con el exceso del valor del crédito hipotecario por sobre el de su casa compraron un automóvil y se fueron de vacaciones con su familia.

Claro está que cuando los bancos multiplican los créditos hipotecarios de esta manera, se les acaba el dinero. En consecuencia decidieron vender las hipotecas a los *bancos de inversión* estadounidenses o a bancos extranjeros. Con el producido de las ventas de las hipotecas, se podían dar más préstamos hipotecarios aún y así los bancos aumentaban su activo con créditos hipotecarios sin que aumente su capital. De esta manera, el *apalancamiento*⁴ permitía aumentar considerablemente el tamaño de un activo y su rentabilidad

En el esfuerzo por obtener más dinero para prestar a los *ninja*, los bancos recurrieron a la titulización de las hipotecas. Esto lo hacían muchas veces utilizando los servicios de los “Bancos de Inversión”. Estos bancos no son en rigor bancos sino intermediarios en la compra venta de acciones y bonos. Son meros comisionistas de bolsa glorificados, como por ejemplo Lehman Brothers, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Bear and Sterns, Goldman and Sachs, etc, etc. Supuestamente estos “bancos”contaban con empleados de mucha materia gris y mucha mas ansia por la riqueza fácil. Estos significaba que diversas hipotecas, algunas *prime* otras *subprime*, eran empaquetadas en *mortgage backed securities* (MBS), o sea en títulos garantizadas por hipotecas. Es decir que, por ejemplo, donde antes se tenían quinientos créditos hipotecarios en el activo, ahora se pasaba a tener diez paquetes de créditos hipotecarios de cincuenta hipotecas cada uno que se pasaban a los bancos de inversión para su reventa en el mercado financiero. En las MBS había créditos hipotecarios buenos, o *prime*; o malos, es decir, *subprime*. Los “bancos de inversión”, a su vez, podían vender las *mortgage backed securities* a fondos de inversión y a sociedades de capital de riesgo, los llamados *hedge funds*, compañías de seguro y sociedades financieras de todo el mundo, no solamente de los Estados Unidos.

Sin embargo, para poder colocar las *mortgage backed securities* (MBS) en los fondos de inversion, *hedge funds*, aseguradoras, etc., era necesario que dichas *mortgage backed securities* sean calificadas por las agencias calificadoras de riesgo, por ejemplo: Standard and Poors, Moodys, Fitch Ratings etc, etc. Con las MBS calificadas con el grado de AAA o A o BBB o B o el que fuera, se les asignaba un el riesgo de cobro a las MBS. Las que

⁴ Parece haber acuerdo en la doctrina en el sentido de que al menos se debió haber puesto límites regulatorios al apalancamiento del capital, sobre todo a los Bancos de Inversión, en los cuales el cociente de los activos al capital superó las sesenta veces, creando grandes riesgos a todo el sistema. Esta es la opinión de dos economistas con ideas antagónicas con respecto a las regulaciones en la industria financiera por ejemplo, ver las opiniones vertidas en el debate entre dos premios Nobel, Myron Scholes y Joseph Sitiglitz en www.economist.com/debates

tenían mejor calificación otorgaban menos intereses, las medianas, o las de alto riesgo, mayor interés.

A su vez las MBS de baja calificación podían ser estructuradas en tramos ordenándolas de mayor a menor de manera tal de priorizar el pago a los créditos menos malos. De esta manera se reestructuraban, las MBS en paquetes divididos en tres *tranches*: uno relativamente bueno, otro regular y otro muy malo. Este sistema permitía recalificar a los préstamos malos y por lo menos mejorar la calificación de algunos de ellos. Así, una vez recalificadas las MBS pasaban a denominarse *Collateralized Debt Obligations* u obligaciones de deuda colateralizada. Para asegurar la colocación de las CDO además, los financistas crearon otro contrato financiero importante: los *credit defaults swaps*, con la sigla CDS. Estos CDS eran necesarios para asegurar a los compradores de los CDO contra una eventual insolvencia.

Con los CDO respaldados por los CDS se fabricaban los CDO sintéticos, que podían comprarse muy baratos y que daban rendimientos muy altos. El problema consistió en que toda esta construcción financiera artificial era un castillo de naipes, lo cual se puso de manifiesto cuando a principios del año 2007 los precios de las viviendas en los EEUU que respaldaban a los créditos originales empezaron a caer, y muchos de los propietarios *ninjas* decidieron abandonar sus casas a manos de los bancos.

Hacia el 2006 el Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan fue sustituido por el economista Ben Bernanke, quien comenzó a subir las tasas de interés excesivamente bajas. Greenspan había durado en el cargo desde 1987 hasta el 2006, quizá demasiado. Parece haberse anquilosado en la gloria del poder y en la idea del libre mercado. En el 2006 los precios de las viviendas de los EEUU comenzaron a caer. Como dije anteriormente, muchos de los deudores *ninja* abandonaron sus casas, porque valían mucho menos que el crédito hipotecario. Ante la baja abrupta de los precios de las viviendas se cortó la cadena de la felicidad de los préstamos hipotecarios *ninja*, de las MBS, de los CDO, de los CDS y de los CDO sintéticos porque nadie los quería comprar.

Toda esta alquimia financiera se hizo en gran medida *over the counter*, es decir con negociación directa entre las partes contratantes y no por la vía del mercado abierto electrónico. De manera que no se puede saber a ciencia cierta en qué cantidad de MBS, CDO, CDS está comprometido cada banco comercial. Los bancos de inversión que por supuesto fueron los grandes cerebros de toda esta operativa ya desaparecieron o tuvieron que convertirse en simples bancos comerciales para ser supervisados por la Reserva Federal. Pudieron realizar todas estas trapisondas porque estaban supervisados por la SEC, la *Securities and Exchange Commission* que, asustada por las fórmulas matemáticas y pseudo científicas de los aparentemente brillantes y jóvenes operadores de dichos bancos, omitió pedir explicaciones detalladas. La propia postura liberal anti-intervencionista de Alan Greenspan referida antes, ayudó a la construcción no supervisada del castillo de naipes. Los mismos bancos hoy no conocen su grado de compromiso con la estafa financiera de cada uno de ellos.

Al haber sospechas de que el banco tal o cual puede estar en realidad en quiebra, cesan los préstamos interbancarios y las tasas de interés interbancarias a los cuales los bancos se prestan entre sí en el corto plazo se triplican o cuadruplican debido al enorme riesgo existente. Esta situación determina que las altas tasas de interés *Libor* o *Euribor* reflejen el riesgo de *default* en que han caído todos los bancos del mundo desarrollado, y no solamente los bancos norteamericanos, porque muchos de estos últimos han cedido los MBS, los CDO y los CDO con los CDS y los CDO sintéticos a bancos europeos y asiáticos, con lo cual todo el sistema financiero mundial está contaminado por créditos tóxicos. Casi todos los bancos tienen entonces enorme cantidad de basura en su activo. Al respecto es conveniente

citar la autoridad del Papa Juan Pablo II en un profético discurso del 11 de septiembre de 1999:

Dentro del amplio fenómeno de la globalización, que caracteriza el actual momento histórico, la llamada “financierización” de la economía, es un aspecto esencial y cargado de consecuencias. En las relaciones económicas, la transacciones financieras ya han superado en gran medida a las reales hasta el punto de que el ámbito de las finanzas ha adquirido una autonomía propia. Este fenómeno plantea nuevas y arduas cuestiones también desde el punto de vista ético. Una de ellas atañe al problema de la relación entre la riqueza producida y trabajo, por el hecho de que hoy es posible crear rápidamente grandes riquezas sin ninguna conexión con una cantidad definida de trabajo realizado. Es fácil comprender que se trata de una situación bastante delicada, que exige una atenta consideración por parte de todos. En la Encíclica Centesimus Annus, tratando la cuestión de la creciente internacionalización de la economía, recordé la necesidad de promover órganos internacionales de control y de guía válidos, que orienten la economía hacia el bien común teniendo en cuenta también que la libertad económica es sólo uno de los elementos de la libertad humana. La actividad financiera, por sus características propias debe estar ordenada a servir al bien común de la familia humana.⁵

LA NEBLINA DEL MERCADO FINANCIERO Y LA RECESION MUNDIAL

Los bancos repentinamente se dieron cuenta de la gravedad de la situación después de la caída de Bear Stearns en agosto de 2007 y Lehman Brothers en septiembre de 2008. La caída se debía a su imprudencia con el uso y abuso de los derivados. El mercado de derivados alcanzó a 531 trillones de dólares en el año 2008, contra 106 trillones en el año 2002, es decir que se ha quintuplicado en cinco años. Se llegó a una situación donde nadie confía en el otro. Como remarcó un profesor de Derecho de la Universidad de California: Frank Partnoy:

“Claramente los derivados han sido una pieza central de la crisis y Greenspan fue el principal proponente de la desregulación de los derivados, lo cual llevó a esta situación”.

La falta de transparencia en el mercado no solamente impide los préstamos interbancarios, sino que los bancos se sientan sobre el dinero efectivo que tienen y se niegan a dar crédito a las empresas. Por eso es que el banco de la Reserva Federal de los EEUU se vio obligado a prestar directamente a las grandes empresas del país pasando por encima de los propios bancos y violando los principios de la banca central, según los cuales esta institución es banco de bancos y solamente presta a éstos, y jamás directamente a empresas. Estamos pues ante una crisis de confianza, de crédito. El crédito es como las arterias o la sangre del cuerpo humano. Si no hay crédito la economía no funciona. Las arterias están tapadas. El corazón no puede bombear a la sangre y el corazón tiene que hacer grandes esfuerzos para bombear. El organismo económico queda, pues, al borde de la muerte. Afortunadamente, gracias a Keynes, en la actualidad los banqueros centrales tienen en claro que en situaciones como la presente tienen que prestar casi ilimitadamente y los gobiernos gastar sin pruritos. Por supuesto si es en obras públicas de alta tasa de retorno social tanto mejor. Esto no estaba claro en la recesión de 1930. Ahora sí. Por ello es que considero que, debido a la acción de los gobiernos y los bancos centrales del mundo, la crisis no va a llegar a desembocar en una depresión como en la de 1930, aunque sí en una recesión mediana para todos los países desarrollados: EEUU, Europa y Japón. Un factor decisivo en este

⁵ Agradezco al Lic. Eduardo Carrasco por haberme conseguido esta cita.

pronóstico es el llamado *efecto riqueza o mejor aun efecto pobreza*: con motivo de la caída de todos los mercados de valores del mundo comenzando por los de Estados Unidos, el publico se siente más pobre y en consecuencia se vuelve mas ahorrativo. Gasta menos. Pero como el gasto de uno es el ingreso del otro, al gastar menos también se achican los ingresos, lo cual induce a la gente a gastar menos nuevamente. Estos efectos acumulativos son peligrosos y por ello es necesario que los gobiernos incrementen los gastos, disminuyan los impuestos y aumenten la cantidad de dinero. Lo están haciendo, pero aun así quizás lleve de dos a cinco años salir de esta recesión mundial. Esta crisis obliga a repensar y proponer una profunda reforma del sistema monetario⁶ y financiero internacional y nacional de los países con una clara reglamentación de los contratos financieros y derivativos muy estricta que disminuya la proliferación de derivativos y aumente su transparencia.

EL IMPACTO SOBRE LA ARGENTINA.

Como en la depresión de 1930, el impacto sobre la Argentina se va a producir por la vía de la caída de los precios de las materias primas de exportación de nuestro país. La caída de la soja de casi 600 dólares la tonelada a 300 es un hecho, lo mismo con el precio del trigo y el del maíz y el de las demás *commodities* agropecuarias. El petróleo bajó 145 dólares el barril en Julio de 2008 a menos de 70 en Octubre. La caída de los precios de las materias primas unida a la retención del 35% sobre las exportaciones impuesta por el gobierno afectará fuertemente la rentabilidad agropecuaria. Cabe esperar una disminución del área sembrada y de la producción del trigo y el maíz del orden del 30%, y una disminución considerable de los volúmenes exportados. La soja se mantendrá. Todo ello unido a una caída de los precios. Por lo tanto caerán las exportaciones agropecuarias en el 2009 en volumen y en ventas nominales.

También lo harán las exportaciones industriales debido a que el tipo de cambio real fijo de 3.20 pesos por dólar ha sufrido los embates de la inflación interna que fue del 25% en el año 2007 y del 20 % en este año del 2008. Todo ello determina a una caída del tipo de cambio real del 50% en un año y medio. Si sumamos la revaluación del dólar frente al euro y la fuerte devaluación del real brasileño superior al 30%, claramente surge que el sector industrial también está y estará en dificultades para exportar y para competir con las importaciones baratas de China y Brasil. Por otra parte, si bien el gobierno promete restringir las importaciones de países como estos, ello seguramente determinará represalias por parte de los demás sobre nuestras propias exportaciones, todo lo cual configura un panorama complejo en el sector externo. Si bien el gobierno planea un superavit en cuenta corriente de 8 mil millones de dólares, es muy posible que si se mantiene este tipo de cambio, el superavit externo se acerque a cero. Si al mismo tiempo el gobierno mantiene las retenciones sobre las exportaciones, ello significa un intento de mantener la recaudación y el superávit fiscal que de acuerdo a lo previsto en el proyecto de presupuesto para el año que viene es del orden de los 30.000 millones de pesos. Es decir también de más de 8 mil millones de dólares.

Pero el superávit fiscal, es bien sabido, tiene efectos depresivos sobre la economía y solamente puede ser mantenido si es contrarrestado por un fuerte superavit comercial que tiene efectos expansivos sobre la misma. En los últimos años, 2002-2007, el superávit comercial superó con sus efectos expansivos al superavit fiscal y ello permitió obtener una tasa de crecimiento importante para nuestra economía. Este esquema parece acabarse en el 2009 debido a la sobrevaluación cambiaria unida a las fuertes retenciones al agro y la voracidad fiscal del 2008 incluyendo en ello el manotazo sobre las AFJP. Las retenciones

⁶ Conesa Eduardo, *Macroeconomía*, Op.Cit. en el capítulo 39, pagina 403 y ss. se brinda una explicación del plan monetario internacional de Keynes de 1944 que aun hoy podría ser la base para una gran reforma del sistema monetario y financiero internacional.

se justifican en tanto y en cuanto permitan materializar un tipo de cambio real alto. Pero son terriblemente destructivas, depresivas y distorsivas con un tipo de cambio real bajo como el actual. Incidentalmente, en el programa de Mariano Grondona del domingo 19 de octubre, el ex ministro de economía Dr. Cavallo, abogó por la supresión de las retenciones y el mantenimiento del tipo de cambio de 3 pesos por dólar. El problema con esta postura consiste en que si bien aliviaría el campo, por el otro lado, acentuaría la recesión en la industria y la desocupación de la mano de obra en las ciudades. Y por encima de lo anterior, la eliminación de las retenciones, eliminaría también el superávit fiscal ⁷ y la posibilidad de pagar la deuda externa de 160.000 millones de dólares que heredamos de la política económica del Dr. Cavallo.

En síntesis, la eliminación de las retenciones con el actual tipo de cambio fijo de 3.20 pesos por dólar mejoraría al campo, pero perjudicaría al sector industrial y al empleo de los trabajadores, y al mismo salario real, que bajaría. Esto podría generar un fuerte oposición de la CGT y dificultaría además el pago de la deuda externa, llevando al país a una nueva crisis financiera. Quizás bastante más leve que la de 2001 pero igualmente acompañada de una fuerte corrida hacia los dólares por parte del sector privado y del propio gobierno. Llama la atención que el ex ministro Cavallo, que en el año 1984 publicó un libro con el título "*Volver a crecer*" argumentando a favor del tipo de cambio real alto y las exportaciones, hoy favorezca el tipo de cambio real bajo y fijo en tres pesos por dólar, el que además impediría generar las divisas para el repago de la deuda externa que él mismo generó.

Con fecha 21 de Octubre de 2008, el gobierno argentino propuso al Congreso un proyecto de ley eliminando las AFJP. Este proyecto permitiría a las autoridades tomar los activos de dichas entidades por valor de 94.000 millones de pesos. El gobierno puede creer que con este manotazo se ataja el impacto de la crisis financiera internacional sobre nuestro país. Pero no es así, pues estos activos están en su mayor parte bonos del gobierno argentino que meramente disminuyen la deuda gubernamental interna por vía de la compensación. Solamente el 10 % de éstos activos están denominados en dólares y son inversiones en el exterior. Con la caída de los valores en Wall Street, sin embargo, es probable que ésa suma no supere los tres mil millones de dólares. La gran ventaja del gobierno, con el manotazo sobre las AFJP, radica en el aumento de la recaudación anual en unos 13.000 mil millones de pesos anuales en conceptos de aportes de los trabajadores al sistema, por medio del 11% de sus salarios. Esta recaudación sin embargo se realiza en pesos y la principal limitación que enfrentará la economía argentina en el 2009 será la escasez de dólares. Es cierto que el Banco Central tiene 47.000 millones de dólares de reservas, pero buena parte de éstas están afectadas al pago de las letras de tesorería que el Banco Central emitió a favor del sistema bancario. Resulta obvio que los bancos privados harán lo imposible para impedir que el gobierno eche mano a la totalidad de las reservas. Incluso es dable pensar que si la Argentina no depreció su moneda "*pari passu*" con la depreciación brasileña de más del 30% de los últimos meses, fue simplemente para proteger el valor en dólares de las LEBAC y NOVACS que están denominadas en pesos. En definitiva, las reservas del Banco Central, en realidad, son muy inferiores a los 47.000 millones que pregona el gobierno, a menos que éste decida madruguar a los tenedores de LEBAC y NOVAC que son bancos privados mediante una depreciación sorpresiva del peso.

En conclusión, reitero que la limitación externa, es decir la escasez de dólares será el factor limitante de la economía argentina en el 2009 y esa escasez de dólares estará determinada

⁷ Sin embargo, la recaudación por parte del Fisco de 13.000 millones de pesos de los aportes jubilatorios de los trabajadores otorgaría una holgura fiscal a condición de que el Congreso no establezca alguna suerte de intangibilidad de los aportes de los trabajadores. No sería razonable intentar pagar la deuda externa como los aportes jubilatorios, porque además de la falla ética que ello implica está la falla económica: la deuda externa está denominada en dólares y los aportes para las jubilaciones se recaudan en pesos.

fundamentalmente por la política de tipo de cambio real bajo seguida en el 2007 y 2008, debido a la inflación que sufrimos en esos años. Por eso, si queremos evitar la recesión y la desocupación que nos amenaza nuevamente en el 2009, debemos dejar que se deprecie nuestra moneda, lo cual no sería inflacionario debido entre otras razones, a la baja de los precios de las materias primas y del petróleo en el mercado internacional. Ello permitiría además lograr conjuntamente un sexteto sinérgico consistente en, primero mejorar la rentabilidad del agro, segundo mantener el empleo y los salarios reales de los trabajadores, tercero mantener las retenciones al fisco y la solvencia fiscal, cuarto alentar la exportación industrial, quinto posibilitar el repago de la deuda externa, y sexto y lo mas importante, el mantenimiento de un buen ritmo de crecimiento económico para el país en medio de la recesión mundial.