



Lecciones derivadas de la crisis financiera para la política monetaria de economías emergentes¹

Oscar G. Solís L.²

Orígenes de la crisis

Desde mi punto de vista, la crisis fue provocada por los excesos monetarios. Estos excesos tomaron la forma de tasas de interés que se mantuvieron demasiado bajas durante mucho tiempo por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos de América y otros bancos centrales. Las bajas tasas de interés llevaron a un auge inmobiliario que finalmente terminó en una gran caída de dicho sector y que fue un factor significativo en la crisis económica actual. De tal manera, que tasas de interés demasiado bajas fueron un factor determinante, probablemente, porque las personas asumieron riesgos excesivos buscando un mayor rendimiento. He utilizado como punto de referencia la llamada regla de Taylor para medir los excesos que detallo. La regla de Taylor describe cómo la política monetaria trabajó durante casi dos décadas dando buenos resultados económicos en los Estados Unidos de América (EUA) en la década de los ochenta y noventa. Una labor sistemática de la política monetaria es tratar de mantener una inflación baja y estable, así como evitar los ciclos de auge y caída del producto. Sin embargo, entre 2003 y 2005, la tasa de interés fue mantenida inusualmente baja comparada con la regla de Taylor, y en niveles que no habíamos visto desde



la década de los 70 (siglo XX). Por supuesto, los tomadores de decisiones se dieron cuenta de esto y deliberadamente se apartaron de la política anterior, tal vez tratando de evitar riesgos a la baja como una deflación al estilo japonés.

No se requiere depender de la regla de Taylor para llegar a esta conclusión. Otros analistas han examinado medidas alternativas, incluyendo que la tasa de interés real fue negativa durante un tiempo inusualmente largo. Creo que hay un consenso creciente de que una política monetaria excesivamente laxa fue un factor clave que llevó al auge y, por tanto, a la caída y luego a la crisis económica actual. La contracción del sector de vivienda ha tenido un impacto en los mercados financieros tales como la caída del precio de las residencias, lo cual ha generado morosidad y ejecuciones hipotecarias. También traté de ver si estas bajas tasas de interés podrían estar directamente relacionadas con el auge de la vivienda. Aquí es donde viene mi hipótesis.

Contenido

Lecciones derivadas de la crisis financiera para la política monetaria de economías emergentes

¹ Traducción libre del artículo "Lessons from the financial crisis for monetary policy in emerging markets", elaborado por John B. Taylor en 2010

² Experto IV del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

Construí un modelo en el cual relaciono la tasa de fondos federales con el mercado de vivienda. Se realizaron simulaciones para encontrar lo que podría haber ocurrido si las tasas de interés no hubieran sido mantenidas tan bajas, siguiendo en su lugar la regla de Taylor observada en los últimos 20 años. Los hallazgos que encontré indican que la severidad del auge inmobiliario habría sido atenuada y, por lo tanto, dicho mercado no habría tenido una caída tan severa.

Es importante tener en cuenta que la toma de riesgos excesivos y las decisiones de mantener bajas tasas de interés de política monetaria están conectadas. Las tasas de morosidad y las tasas de ejecuciones hipotecarias están inversamente relacionadas con la inflación de precios de vivienda durante este período. Durante los años de rápido aumento del precio de la vivienda, la morosidad y las tasas de ejecución hipotecaria se redujeron rápidamente. Los beneficios de mantener en propiedad una casa, tal vez trabajando más horas para hacer los pagos, son mayores cuando el precio de la vivienda está aumentando rápidamente. Cuando los precios están cayendo, los incentivos para hacerlo son menores y pasan a ser negativos si el precio de la vivienda cae por debajo del valor de la hipoteca. Por lo tanto, la morosidad y las ejecuciones hipotecarias aumentaron.

Desde los programas de hipotecas aseguradas, tomando en cuenta las actuales realizaciones de tasas de ejecuciones hipotecarias y las tasas de morosidad en datos de corte transversal, los programas podrían haber sido demasiado optimistas durante el período cuando los precios estaban subiendo. Por lo tanto, existe una interacción entre los excesos monetarios y los excesos en la toma de riesgos. El rápido incremento en el precio de la vivienda y el resultante bajo nivel de tasas de morosidad probablemente llevaron a la implementación de los programas de aseguramiento hipotecario, lo que generó que muchos agentes económicos (personas y bancos) se hayan equivocado al momento de adquirir y otorgar hipotecas. Algunos académicos han presentado explicaciones alternativas a los orígenes de la crisis. Una explicación es un exceso de ahorro mundial. Sin embargo, no veo esto como una explicación plausible. Las tasas de interés a largo plazo se determinan a nivel mundial. No importa cómo uno lo piensa, no había exceso de ahorro mundial. Si bien las tasas de ahorro diferían entre países, a nivel mundial las tasas de interés se encontraban en niveles bajos. Con el fin de argumentar que se produjo un exceso de ahorro, uno debe demostrar que el ahorro deseado fue alto en relación a la inversión deseada, pero estos conceptos “deseados” no se pueden medir muy bien.

Otra crítica de mi análisis es que las hipotecas se basan en las tasas de interés a largo plazo, mientras que el banco central fija las tasas de corto plazo. Sin embargo, más del 30 por ciento de las hipotecas en ese momento eran hipotecas de tasa ajustable. De hecho, hubo un gran movimiento hacia hipotecas de tasa ajustable. Esto permitió la llamada “tasas señuelo” las cuales hicieron que las hipotecas de tasa ajustable fueran atractivas para muchas personas. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) ha hecho un estudio que analiza a los países que tenían tasas

Director Oscar Roberto Monterroso Sazo	Producción Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros Antonieta Gutiérrez Sergio Francisco Recinos R.	Edición Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador Ivar Ernesto Romero Ch.	Arte y Diagramación Juan Manuel Colorado H. Pedro Marcos Santa Cruz L.

NOTAS MONETARIAS es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, éstas no reflejarán la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre que se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: **NOTAS MONETARIAS** del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

de interés relativamente bajas utilizando como medida la regla de Taylor. En términos generales, los países que tenían tasas bajas tuvieron un auge de la vivienda más grave. Si bien me centro en la política monetaria, otras acciones del gobierno fueron probablemente también factores que contribuyeron a esto. En los Estados Unidos de América, los organismos patrocinados por el gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, se animaron a expandirse y comprar valores respaldados por hipotecas, incluidos los valores respaldados con las hipotecas de riesgo subprime. Estas acciones deben añadirse a la lista de lo que salió mal.

El año antes del pánico

¿Por qué la crisis duró tanto tiempo? La crisis se hizo evidente en el verano de 2007, cuando los mercados de dinero empezaron a comportarse de manera extraña. En particular, los diferenciales de tipos de interés entre la tasa libor a tres meses y la tasa de fondos federales subieron a niveles sin precedentes en agosto de 2007 y se mantuvieron elevados durante más de un año. Además de ser una medida de nerviosismo del mercado financiero, estos diferenciales de tasas de interés afectaron el mecanismo de transmisión de la política monetaria hacia la economía debido a que miles de millones de dólares en préstamos y valores están indexados a la tasa libor. Un aumento en los diferenciales de tasas, manteniendo la tasa de interés overnight constante, incrementa el costo de esos préstamos, lo cual tiene un efecto negativo en la economía. Reducir ese diferencial, por lo tanto, se convirtió en uno de los principales objetivos de la política monetaria, así como una medida de su éxito en el tratamiento de las turbulencias del mercado.

Comencé a investigar este caso tan pronto como lo observé. Utilizando datos sobre el mercado de préstamos interbancarios, traté de determinar si el problema fue causado por una escasez

de liquidez o por el riesgo de contraparte en el sistema bancario debido a impagos registrados o esperados de valores en las hojas de balance de los bancos. En otras palabras, deseaba averiguar si el elevado diferencial de tasas de interés fue ocasionado por una provisión inadecuada de liquidez por parte de la Fed o porque los bancos no querían prestarse entre sí. El riesgo de contraparte no parecía plausible en ese entonces, pero esa es la respuesta que surgió luego de mi investigación. Al analizar las medidas de riesgo de contraparte, es evidente que dicho riesgo fue el culpable. Hoy ello es evidente.

Creo que los tomadores de decisiones diagnosticaron mal el problema, tratándolo como una escasez de liquidez en lugar de como un aumento en el riesgo de crédito. Como resultado, sus intervenciones de política (que fueron muchas) retrasaron el tratamiento del problema o fueron perjudiciales al mismo. Por ejemplo, la Reserva Federal introdujo un nuevo mecanismo de subasta a plazo (TAF, por sus siglas en inglés) en diciembre de 2007. Con esta facilidad, los bancos podrían evitar ir a la ventanilla de descuento si ellos necesitaban pedir prestado. El objetivo de la TAF era reducir los diferenciales en los mercados monetarios, lo cual aumentaría el flujo de crédito y reduciría las tasas de interés. Lo que encontré fue que la implementación de la TAF no redujo los diferenciales de tasas de interés en los mercados monetarios. Hubo otras acciones. La Fed recortó la tasa de fondos federales de forma pronunciada en el invierno de 2007-2008. Según mis cálculos, utilizando una vez más la regla de Taylor, la FED se excedió en la reducción de tasas. El resultado fue una depreciación acelerada del dólar, lo cual afectó al alza los precios del petróleo, llevando a la economía a la recesión.

Por otra parte, creo que la reacción inicial del gobierno agravó el problema. La política fiscal también fue analizada. La Ley de Estímulo

Económico de 2008 fue aprobada en febrero. Este paquete proporcionó efectivo a la economía por un monto por arriba de \$100 mil millones de dólares para individuos y familias en los EUA, con la esperanza de que las familias tendrían más dinero para gastar y, por lo tanto, se reactivaría el consumo. La mayoría de los cheques fueron enviados en mayo, junio y julio de 2008. Sin embargo, según lo predicho por la teoría del ingreso permanente del consumo, la gente gastó poco de dichos ingresos temporales de efectivo y el consumo no reaccionó. La renta personal disponible se incrementó en el momento en el que los cheques fueron enviados, pero los gastos de consumo personal no aumentaron. La investigación estadística muestra que el efecto no fue significativamente diferente de cero.

El pánico

Consideremos ahora el pánico. ¿Por qué la crisis empeoró en el otoño de 2008? Para responder a esta interrogante debemos analizar la intervención de la Fed en el banco de inversión Bear Stearns en marzo de 2008. Después de haber trabajado en el Tesoro de los EUA durante la crisis de los mercados emergentes y durante los ataques del 11 de septiembre de 2001, y luego de haber participado en diversas tomas de decisiones con base en poca información y una gran presión, me solidarizo enormemente con los tomadores de decisiones de política en tiempos de crisis. Cuando se produce la intervención de la FED en Bear Stearns, asumiendo que nadie más podría haberlo hecho (podemos debatir esto, pero vamos a tomar esa decisión como un hecho), los reguladores debieron haber tratado de aclarar las medidas de política a seguir lo más pronto posible, indicando al público lo que pensaban que estaba sucediendo. En su lugar, hubo poca discusión o explicación. Por lo tanto, era razonable suponer que el gobierno repetiría este mecanismo de intervención en otra firma financiera como Lehman Brothers. Durante los

seis meses transcurridos entre el colapso de Bear Stearns y Lehman Brothers, los reguladores hicieron pocos esfuerzos para articular una estrategia. Se hizo cada vez más evidente que a los problemas se les buscaba soluciones ad hoc. El daño más severo vino con la confirmación de que no existía ningún tipo de política. La puesta en marcha del Programa de Alivio de Activos en Problemas (TARP) trajo mayor nerviosismo a los agentes económicos, los cuales temieron enfrentar otra gran depresión.

La descripción de los hechos que rodearon la quiebra de Lehman es particularmente importante para evaluar lo que salió mal. Muchos en el gobierno argumentan ahora que la causa del pánico en el otoño de 2008 fue el fracaso del gobierno para intervenir y evitar la quiebra de Lehman. Este punto de vista da una justificación para la continuación de mayores y más amplias intervención del gobierno a partir del día siguiente con AIG y las propuestas para un proceso de resolución más extenso a otros sectores, talvez en manos de un nuevo regulador de riesgo sistémico. Sin embargo, opino que el problema no fue el fracaso para rescatar a Lehman Brothers, sino más bien el fracaso del gobierno fue en articular una estrategia clara y predecible para otorgar préstamos e intervenir en el sector financiero. Esta estrategia podría haber sido presentada en las semanas después del rescate de Bear Stearns, y no fue así. Por el contrario, los participantes del mercado se pusieron a adivinar lo que el gobierno haría en otras situaciones similares. De acuerdo con la información obtenida por medio de los spreads del mercado interbancario o del índice de precios del mercado de valores, la intervención del gobierno fue la razón más probable del pánico financiero y no la falta de intervención de Lehman Brothers. No estoy diciendo que todas las acciones del gobierno fueran inadecuadas, porque había muchas cosas por hacer ante el surgimiento del pánico. Sin embargo, creo que

si la política del gobierno hubiera sido explicada, el pánico no se hubiera dispersado, o en todo caso no hubiera sido tan malo o, incluso, podría no haberse producido. Ahora, más de un año después de los hechos y después que hice mi primer análisis, creo que este punto de vista sigue siendo el correcto.

Resistencia de las economías emergentes

El pánico convirtió la recesión económica norteamericana en una “gran recesión” que se extendió rápidamente por todo el mundo. Los principales índices bursátiles cayeron conjuntamente siguiendo el índice S&P 500. Los consumidores y las empresas recortaron sus posiciones, en gran parte por miedo. Las exportaciones y las importaciones se redujeron drásticamente en todo el mundo, con la disminución de la producción, acelerándose a medida que las empresas redujeron sus inventarios. La caída de las exportaciones fue lo que más golpeó a las economías emergentes. No se puede exagerar el tamaño y la velocidad de este choque. La gran sorpresa, sin embargo, fue la sorprendente capacidad de recuperación de los países de mercados emergentes, incluyendo a países como la India para enfrentar estos choques. El contraste con la década de los 90, cuando los mercados emergentes sufrieron sus propias crisis, fue duro. Para países como Brasil y Turquía, que registraron crisis financieras más recientemente en 2003, la diferencia fue especialmente significativa. ¿Por qué los mercados emergentes fueron tan resistentes en esta oportunidad? Opino que la razón más importante es que estos países habían efectuado mejoras significativas en sus políticas macroeconómicas durante la década de los 90 y se mantuvieron apegados a ellas durante la crisis. Estos países tuvieron cuidado de no endeudarse en moneda extranjera, y aquí la política de regulación de países como la India merece crédito especial para desalentar tales préstamos de los

bancos de la India. Las economías emergentes construyeron sus reservas en moneda extranjera para poder intervenir en el caso de un shock tan severo como el que recibieron. Por su parte, la inflación se mantuvo relativamente baja y fueron más cuidadosos con el déficit del sector público.

¿Qué tan importante fueron las medidas especiales adoptadas tras la crisis en muchos países, tales como los paquetes de estímulo keynesiano? Existen pruebas de que los efectos del pánico tocaron fondo antes que los paquetes de estímulo fiscal se llevaran a cabo. Si nos fijamos en indicadores como las órdenes de inversión, estos dejaron de caer en diciembre de 2008 y enero de 2009, cuando las personas y las empresas se dieron cuenta de que esta situación no representaba una repetición de la Gran Depresión registrada en la década del 30 (siglo XX). Los mercados de valores comenzaron a moverse por todo el mundo a principios de marzo de 2009. Mi investigación sobre el impacto del paquete de estímulo de 2009 en los EUA demuestra que éste fue similar al paquete de estímulo económico de 2008. O sea tuvo poco impacto. Sin embargo, es necesaria más investigación en tiempo real en los países de mercados emergentes para determinar si esto podría convertirse en un hallazgo más amplio.

¿Qué hay de los errores en el sector privado?

Por supuesto, durante todo este período hubo problemas en el mercado de varios tipos. Las hipotecas se originaron sin la documentación suficiente o bajo supuestos demasiado optimistas, y luego éstas fueron vendidas en el complejo mercado de derivados con calificación crediticia elevada; ciertamente todo esto visto en retrospectiva. Los individuos y las instituciones tomaron posiciones de alto riesgo ya sea por la falta de diversificación o por apalancamientos excesivos. Pero los errores se producen en todos los mercados y ellos no

suelen ser sistémicos. En cada uno de estos casos hubo una tendencia a que las acciones del gobierno convirtieran los riesgos no sistémicos en riesgos sistémicos. Las bajas tasas de interés llevaron a un rápido incremento en el precio de las viviendas; ello, aunado a las bajas tasas de mora y de ejecución hipotecaria, probablemente ocasionó confusión en las aseguradoras y las agencias de calificación. El hecho de fallar en regular adecuadamente por parte de las entidades que se supone deberían hacerlo, o se piensa que deberían haber regulado, produjo la toma excesiva de riesgos.

Por su parte, operaciones riesgosas fuera de balance vinculadas a bancos e instituciones financieras reguladas fueron permitidas por los reguladores. La Comisión de Valores de los EUA debió regular a los agentes de bolsa, pero su base de conocimientos fue la protección de los inversores en lugar de regulación prudencial. Del mismo modo, la Oficina de Supervisión de Ahorros de dicho país no hizo su trabajo de regulación en la división de productos financieros complejos de AIG. Estas lagunas y duplicación de responsabilidades se añadieron a los problemas, los cuales necesitan ser abordados en la reforma regulatoria que propone el gobierno actual.

Implicaciones para la economía

La crisis financiera está generando una gran cantidad de debates, particularmente entre los economistas. El verano pasado, una portada de la revista "The Economist" mostró un libro titulado "La teoría económica moderna" la cual estaba metida dentro de un charco para ilustrar lo que estuvo mal con la economía. Este fue el tema que más se habló en el año. Algunos economistas están pidiendo una reformulación completa de la economía, o volver a una versión del tema popular de hace treinta años. Dicen que la economía no pudo evitar la crisis o incluso nos condujo a ella. Muchos de estos economistas

han abogado por una política de Estado más intervencionista, diciendo que John Maynard Keynes estaba en lo cierto y Milton Friedman estaba equivocado. Paul Samuelson dijo en enero del año pasado: "Hoy vemos cómo totalmente errónea, era la idea de Milton Friedman de que un sistema de mercado puede regularse a sí mismo..." Esta ideología, que ha sido dominante en las últimas décadas, se ha invertido. Desearía que Friedman todavía estuviera vivo para que pudiera ser testigo de cómo su extremismo llevó a la derrota de sus propias ideas". Por su parte, Paul Krugman escribió un artículo sobre las fallas de la economía moderna (especialmente la macroeconomía moderna y la hipótesis de las "expectativas racionales") haciendo énfasis sobre la crisis. Krugman indica que se centró demasiado en la belleza sobre la práctica y no se reconoció la necesidad de más intervención del gobierno para prevenir y curar la crisis. Su solución es añadir más psicología a la economía o construir mejores modelos de crédito.

Mi explicación de la crisis financiera no proporciona ninguna evidencia de un fracaso de la economía moderna. Más bien, la crisis reivindica la teoría. La crisis fue causada por una desviación de la política implementada en su momento del tipo de política recomendada por la teoría económica moderna. En el caso de la política monetaria fue una desviación intervencionista de la política sistemática que fue responsable de los buenos resultados económicos de las dos décadas previas a la crisis (los economistas llaman a este período "La Gran Moderación", debido a las expansiones muy largas y recesiones cortas y poco profundas). En otras palabras, la crisis financiera nos da más evidencia de que las políticas intervencionistas del gobierno han hecho daño. La crisis financiera no se produjo porque la teoría económica dejara de funcionar. La crisis ocurrió porque la política implementada estuvo mal, porque los tomadores de decisiones (los "policy makers") dejaron de prestar atención a la teoría económica.

Implicaciones para las políticas

Esta explicación de la crisis sugiere que el énfasis debe estar en proponer reducir la probabilidad de que intervenciones y acciones del gobierno conduzcan a una crisis. En el futuro, esto significa hacer frente a los déficit presupuestarios muy grandes y al aumento de la deuda del gobierno, reduciendo o al menos no añadir más paquetes de estímulo keynesiano; salir tan rápido como sea posible de las acciones de política monetaria extraordinaria que han suscitado dudas sobre la credibilidad del banco central y que han puesto en peligro su independencia, y así poner fin a la mentalidad de rescate que llevará a los gobiernos a más operaciones de empresas privadas.

La reforma de la regulación financiera es clara en ese orden. Basado en la experiencia reciente, el cierre de los vacíos normativos actuales y futuros y las responsabilidades de solución de conflictos superpuestos y ambiguos ayudaría a reducir el riesgo, especialmente en nuevos instrumentos y en la evolución de las instituciones. Examinar nuevos instrumentos en busca de nuevos riesgos y deficiencias, y hacer recomendaciones para cambiar las regulaciones mediante el uso de las ideas surgidas de eventos como éstos también podría ayudar. Algunos han sugerido la creación de un ente regulador de riesgo sistémico, ya sea a nivel nacional o internacional. Sin embargo, es dudoso que un regulador del riesgo sistémico hubiera evitado la crisis actual. No habría impedido las tasas de interés muy bajas o las acciones del gobierno descritas previamente.

Por otra parte, la experiencia durante el pánico de otoño de 2008 pone en duda que dicho organismo regulador podría haber resuelto la caída de instituciones privadas sin haber causado un mayor riesgo sistémico. Sería útil si éste pudiera advertir sobre los principales riesgos sistémicos existentes, incluyendo la

explosión de la deuda, la hoja de balance de los bancos centrales y la mentalidad de rescate. Sin embargo, grupos como el Consejo de Estabilidad Financiera, trabajando junto con el FMI y el G-20, se adaptan mejor a esa función.

Otra sugerencia de algunos académicos es que los bancos centrales, incluidos los bancos centrales de mercados emergentes, tomen acciones para reventar las burbujas de los mercados financieros o de otro tipo. No creo que sea una buena idea. En primer lugar, los rezagos en el efecto de la política monetaria probablemente significan que el impacto de la política será mayor cuando la burbuja está estallando, por lo que esta medida sólo se sumaría a los daños. En segundo lugar, el problema de la crisis actual no es que los bancos centrales hayan fallado en hacer estallar las burbujas sino en que ellos mismos las crearon. Si las tasas de interés no se hubieran mantenido tan bajas y aun así todavía tuviéramos una burbuja, entonces dicha propuesta podría tener mérito. Pero eso no es lo que sucedió.

Otra reforma, recientemente propuesta por el departamento de investigación del FMI, es que los bancos centrales deben incrementar sus metas de inflación. La razón es que con la meta de dos por ciento en las reglas de política, tales como en la regla de Taylor, la tasa de interés tendría que ser negativa en una grave crisis, y esto no es posible. Pero en la crisis actual, la regla de Taylor condujo a tasas de interés muy cercanas a cero en algunos países, las cuales permanecieron así durante algún tiempo, pero no fueron negativas. Por otra parte, elevar las metas de inflación, sobre todo cuando las deudas del gobierno se están incrementando y las hojas de balance de los bancos centrales se están ampliando, podría fácilmente dañar la credibilidad de la meta de inflación, además de dañar la credibilidad del banco central. Esta medida sería especialmente inapropiada para los bancos centrales en países

de mercados emergentes. En su mayor parte, las implicaciones de política de la crisis es que los bancos centrales que se desviaron de una buena política deben volver a lo que estaban haciendo antes de la crisis.

Éstos tienen nuevamente que ganar credibilidad y preservar su independencia. Sistemáticamente, la política monetaria se enfoca en un objetivo creíble de inflación que ha funcionado bien en el pasado y que debe trabajar bien en el futuro. Para los bancos centrales que estaban siguiendo políticas más sólidas (y aquí debe darse crédito a los progresos realizados en la India y en otros bancos centrales de economías emergentes), éstos deben continuar haciéndolo. No hay razón alguna para cambiar. Pero la crisis revela algunas nuevas líneas posibles de culpa, en gran parte debido a la creciente globalización y la conexión internacional entre los mercados financieros, que fueron tan evidentes durante el pánico. Estas interconexiones plantean interrogantes sobre el impacto de los bancos centrales entre sí. En el período previo a la crisis hay pruebas de que el Banco Central Europeo y otros bancos centrales mantuvieron las tasas de interés más bajas de lo que lo hubieran hecho normalmente, y ello debido a que la Reserva Federal fijó su tasa de interés demasiado baja. La razón, por supuesto, es el tipo de cambio. Un gran diferencial entre las tasas de interés haría que la tasa de cambio se apreciara más de lo debido, con consecuencias negativas sobre las exportaciones. Y durante el pánico, el shock proveniente del mundo desarrollado, al mundo en desarrollo, fue grave y los bancos centrales tuvieron que hacer frente a esto. ¿Hay una mejor manera? Hacer los movimientos en las tasas de interés menos erráticos en los países desarrollados podría ayudar a los países de mercados emergentes. He notado que la mayor parte de desviaciones de reglas de política, tales como la de Taylor, han incrementado la volatilidad de la tasa de interés, por lo que mantener las tasas de interés más en

su senda tendrá la ventaja adicional de reducir su naturaleza errática. Otra posibilidad, la cual he recomendado antes de la crisis, es que debemos pensar sobre un objetivo de inflación global, o al menos un objetivo multipaíses, un objetivo para el G20 por ejemplo. Si hubiera habido un objetivo de inflación multipaíses o al menos esto se hubiera considerado en las deliberaciones de cada banco central, entonces podría haber habido un menor grado de oscilaciones independientes en las tasas de interés de política monetaria entre países.

Conclusión: Keynes y Smith una vez más

Obtener la historia correcta sobre la crisis financiera es muy importante. Un comentario frecuentemente escuchado es que “los mercados lo hicieron.” La crisis se debió a fuerzas que emanaron de la economía de mercado, en la cual el gobierno no tiene control, ya sea porque no tiene el poder para hacerlo o porque este escoge no hacerlo debido a la influencia de teorías económicas, las cuales hacen énfasis en las ventajas del libre mercado. Este punto de vista ve la crisis como una falla de mercado que puede y debe ser tratada con intervenciones del gobierno en la actividad económica. Las teorías económicas y las políticas que las mismas implican deben de cambiar.

Mi opinión es totalmente la opuesta. La crisis se debió más a fuerzas que emanaron del gobierno. En efecto, las intervenciones del gobierno causaron, prolongaron y agravaron la crisis financiera e hicieron relativamente poco para sacarnos de ella. Este punto de vista considera al gobierno como el mayor responsable de la mayoría de riesgos sistémicos en el sistema financiero. Por lo tanto, se propone regresar a lo que estaba trabajando bien, antes de cambiar las acciones de política que condujeron a la crisis.