



## ¿Es más intervención del Estado una solución adecuada para lidiar con la crisis internacional?

Por Juan Fco. Ramos Mejía (h)<sup>1</sup>

“Necessity is the plea for every infringement of human freedom. It is the argument of tyrants; it is the creed of slaves.” - William Pitt<sup>2</sup>

### I.- Introducción

En el mes de septiembre de 2008, siguiendo dos años de fuerte deterioro en el precio de los inmuebles, la drástica caída del mercado inmobiliario de los EEUU se pronunció aún más contagiando al resto de la economía. A esta crisis se la denominó *sub-prime* y su nombre proviene del hecho de que los créditos hipotecarios otorgados para adquirir viviendas se otorgaban a una tasa de interés inferior a la de los clientes de primera línea (*prime interest rate*) debido al interés estatal en alentar la adquisición de la vivienda propia.

Dicho interés se vio reflejado también en una serie de normas y regulaciones que obligaban a los bancos a otorgar dichos préstamos hipotecarios de manera indiscriminada y sin garantías suficientes a fin de garantizar el derecho a la vivienda de los menos favorecidos, como la *Equal Opportunity Credit Act*, o con ayuda oficial como en el caso de los bancos hipotecarios *Freddie Mac* y *Fanny Mae*.

Existen muchas explicaciones respecto de las causas que determinaron el estallido de la “burbuja” inmobiliaria que incluyen no solamente causas económicas y financieras sino también sociológicas y psicológicas, explicaciones que cargan las tintas sobre la excesiva especulación, la corrupción corporativa, la falta de regulación, la avaricia de los inversores

---

<sup>1</sup> El autor es abogado y Master en Economía. Se ha desempeñado como Profesor de Economía de la UBA y de la U. Austral. Ha colaborado con el Cato Institute de los EEUU.

<sup>2</sup> Pitt, William, [http://www.ky.lp.org/libertarian\\_quotes.htm](http://www.ky.lp.org/libertarian_quotes.htm).

y los defectos de los instrumentos financieros. Todas las soluciones parecen reclamar más Estado y más intervención de los gobiernos.

¿Es este el camino adecuado? Para ello resulta necesario primero saber si el diagnóstico es el correcto. A continuación se analizarán las causas de la crisis y el rol de algunos de los principales sospechosos para luego concentrarnos en los remedios aplicados y sus posibles efectos sobre el desarrollo económico en el mediano y largo plazo.

## **II.- La gestión monetaria de la FED**

A partir del año 2001 la Reserva Federal de los EEUU (“FED”) bajó sustancialmente la tasa de interés de referencia -esto es, la tasa a la que la Fed presta a los bancos- con la intención de estimular la economía frente a una contracción que se avecinaba, en parte por el atentado a las Torres Gemelas. Dicha tasa de interés fue durante el período 2001-2008 cercana al 1%.

Esto significa que todos los proyectos de inversión que a una tasa del 4% o 5% no resultaban rentables porque resultaba más atractivo ahorrar en el banco, ahora se tornaron apetecibles. De acuerdo con el clásico análisis keynesiano aparentemente implementado por la FED, bajar la tasa de interés estimula la inversión. Alcanza ahora tan solo con que el retorno sea superior al 1% para considerarlo atractivo.

Del mismo modo, la mayor oferta crediticia de la FED provocó un exceso de liquidez en los bancos comerciales alentando a los mismos a prestar este excedente. La consecuencia natural fue que muchas personas que antes no podían acceder al crédito pudieran hacerlo ahora que las tasas eran menores. Así, comenzaron los préstamos a personas con un *grading* crediticio menor.

### **III.- Los efectos de la expansión monetaria y el comienzo de la crisis**

Como es sabido, el crédito que la FED otorga a la banca no proviene de los impuestos (lo que hubiera implicado solamente una transferencia de recursos de un sector a otro) sino que se trata de mayor oferta monetaria. El problema es que mayor oferta monetaria no significa necesariamente que hay más crédito disponible.

La oferta crediticia adicional resultó ser un espejismo. Como bien sabemos los argentinos, a medida que el excedente monetario circula, ello se traslada en el mediano plazo a los precios en la forma de inflación.

A medida que la inflación avanzó, fue deteriorando el poder adquisitivo del salario. Nuestra larga experiencia inflacionaria nos enseñó que mientras que los precios suben por ascensor, los salarios suben por escalera. Los deudores hipotecarios que habían pactado sus pagos en cuotas atadas a una tasa variable vieron subir la tasa de interés estrepitosamente a la par de la inflación. Quienes debían una cuota a tasa fija también se vieron perjudicados. El empleado con un salario de USD 5.000, que antes disponía de un excedente de USD 1.000 para pagar su cuota hipotecaria, se encontró repentinamente con que los USD 5.000 no le alcanzaban para vivir, menos para pagar la cuota hipotecaria. El resultado fue el incumplimiento en los pagos.

Pero, ¿cómo es que el *default* de las hipotecas se trasladó al resto de la economía?

### **IV.- El papel de los instrumentos financieros**

Mucho se ha dicho acerca de cómo los instrumentos financieros también favorecieron la expansión crediticia haciendo de palanca (*leverage*) para las instituciones financieras. Y, el principal sospechoso es la *securitización* de los activos hipotecarios que en nuestro país se instrumenta bajo la forma de un fideicomiso financiero de letras hipotecarias. Pero, ¿en qué consiste este instrumento y como pudo contribuir al endeudamiento excesivo?

La titularización o *securitización* de activos hipotecarios consiste en la conversión de un paquete de hipotecas en títulos valores (letras hipotecarias) representativos de una cuota-parte de ese paquete. Este mecanismo financiero permitió a los bancos que otorgaban créditos hipotecarios efectivizar el préstamo e inmediatamente después salir a vender el paquete de hipotecas en pequeñas porciones entre el público inversor, recuperando inmediatamente el capital.

Ciertamente, este mecanismo permite incrementar exponencialmente la oferta de crédito. Pero, la gran diferencia con la expansión monetaria es que esta oferta de crédito es genuina y no un espejismo inflacionario. Detrás de las letras hipotecarias hay inversores de carne y hueso que hundieron su capital en dichas inversiones.

El efecto de los títulos hipotecarios fue, entonces el de distribuir la pérdida provocada por el *default* hipotecario entre miles de pequeños inversores que canalizaban sus ahorros a través de los bancos de inversión. Sin dichos instrumentos, los bancos comerciales hubieran asumido el 100% del riesgo. Es cierto que hubieran prestado menos sin esta posibilidad de acceder al crédito público. Pero, como hemos visto, el problema no fue el genuino crédito público sino la mala señal emitida por la FED por medio de la baja artificial en la tasa de interés. El endeudamiento excesivo es solo el síntoma, no la causa de la enfermedad actual.

## **V.- El rol de los fondos de inversión**

Apenas comenzada la crisis, muchos analistas consideraban que se trataba de una crisis financiera sin mayores consecuencias sobre la economía real. Lamentablemente, estuvieron equivocados. Esta vez no se trataba de un pánico bancario que podía manejarse salvando a los bancos con préstamos millonarios y garantía estatal de los depósitos. El cáncer era real: No solamente los inversores sofisticados sino también una gran parte de la clase media estadounidense, guiados por señales equivocadas, habían dilapidado su capital prestando a incobrables.

Sin instrumentos financieros, el *default* hipotecario hubiera afectado inmediatamente la solvencia de los bancos comerciales que otorgaron los préstamos hipotecarios. Pero, como vimos, los bancos tomaron un seguro de riesgo mediante la emisión de letras hipotecarias que compraron los fondos de inversión. Los malos resultados pronto incitaron a los inversores a retirar anticipadamente su capital. Por consiguiente, dichos fondos tuvieron que cancelar repentinamente sus posiciones y vender activos para hacerse de liquidez. El resultado fue una drástica caída en el precio de las acciones, títulos de deuda y *commodities* en que dichos fondos tenían su capital invertido.

¿Eran ficticios esos precios? No, las inversiones de los fondos eran genuinas. Los precios crecientes en USD de los activos, acciones y *commodities* simplemente reflejaban la pérdida de valor del dólar en un mundo inflacionario. ¿Por qué se desplomaron, entonces? ¿Por qué no hubo compradores hasta que los precios se hundieron?

## **VI.- La restricción crediticia**

Si bien el capital de los fondos de inversión era genuino, sus inversiones en el mercado hipotecario fueron equivocadas. Los inversores descubrieron entonces que tenían menos capital del que reflejaban sus cuentas individuales. De este modo, cuando quisieron retirar su capital para ir a activos reales como acciones o *commodities* se encontraron con que no tenían dinero. Ese dinero había sido transferido a los deudores hipotecarios, quienes ya lo habían consumido.

Ahora bien, si solamente se hubiera tratado de un cambio de manos, eso no debería haber tenido efectos sobre la demanda agregada. El problema es que los títulos valores –letras hipotecarias por ej.-se pueden utilizar como garantía (*collateral*) de otros préstamos. Un fondo de inversión que recibe un capital de USD 100 puede apalancarse comprando un paquete de hipotecas y luego obteniendo un crédito garantizado con dicho paquete por un monto adicional. De esta forma, un fondo que recibe un capital de USD 100 podría llegar a invertir más que USD 100 multiplicando la oferta monetaria del mismo modo en que lo hacen los bancos comerciales tradicionales.

Cuando estos fondos se vieron en problemas, la oferta monetaria creada privadamente se evaporó y para empeorar las cosas trasladó el problema a los bancos comerciales que habían prestado contra los títulos valores. Al ver derretidas sus reservas, que no estaban 100% en efectivo sino que incluían acciones, bonos, certificados de participación y otros activos, los bancos comerciales restringieron el crédito y con eso frenaron el multiplicador bancario. Siendo el dinero un bien fungible, los bancos saben que de cada USD 100 que tienen depositados usualmente no se retira más que una fracción de esa cantidad, digamos, USD 40. Por lo tanto, manteniendo una reserva fraccionaria de USD 40, un banco podría reflejar en la cuenta de un depositante USD 100 y solamente tener USD 40, pudiendo utilizar USD 60 a su gusto. Esta oferta monetaria adicional de USD 60 se conoce como multiplicador bancario. Frente a la crisis y el peligro –bastante real- de enfrentar una corrida que los llevaría a la bancarrota los bancos comerciales incrementaron sus reservas en perjuicio del multiplicador bancario. De allí, la restricción crediticia (*credit crunch*) que ha caracterizado la crisis actual.

El pánico no prospera sin una razón de fondo (*fundamental*) que lo avale. Una reserva del 100% de los depósitos hace inviable una corrida. En este caso, el pánico tenía un fundamento real. La cadena de pagos se había roto y nadie podía asegurar que los cheques tuvieran fondos o las tarjetas de crédito fueran pagadas. La drástica reducción en la oferta monetaria privada disparó la tasa de interés y dejó al mundo ante el escenario de una terrible deflación. Es decir, un escenario de ajuste de la menor oferta de dinero vía reducción de precios.

Paradójicamente, la expansión monetaria inicial produjo un *boom* inflacionario y terminó en una terrible contracción monetaria con un ajuste vía deflación. Solamente una restricción de la oferta monetaria puede explicar la apreciación del dólar y la caída de los precios de todos los bienes y servicios.

## **VII.- Las lecciones de la gran depresión**

A raíz de la gran depresión John Maynard Keynes escribió su *Teoría General de la Ocupación, el Crédito y el Dinero*. En dicho libro desarrolla su tesis de que los salarios son inflexibles a la baja. Por eso, el primer efecto de la deflación es la desocupación. Pero, no solo los salarios son inflexibles a baja. Muchas empresas se comprometieron en contratos a los precios precrisis, que en un escenario de menor oferta de dinero implican una pérdida considerable. Y, eso reaviva el círculo vicioso causando más desempleo y peores perspectivas.

Para Keynes, la expansión monetaria estatal servía para incrementar la demanda agregada y así reactivar la economía y alcanzar nuevamente el pleno empleo. De acuerdo con dicha teoría, la baja de la tasa de interés producto de la emisión monetaria permitiría cambiar la relación ahorro – inversión (modelo *Investment – Saving – Loan Markets*), pues al bajar la tasa de interés se tornarían atractivos todos aquellos proyectos que antes no lo eran por tener una tasa de rendimiento inferior a la tasa de interés. Al mismo tiempo, la expansión monetaria permitiría solventar un incremento en el gasto público (Déficit Fiscal) con efectos anticíclicos respecto del empleo y el consumo.

La expansión monetaria generaría, entonces, un efecto acelerador sobre la inversión a la vez que el nuevo dinero tendría un efecto multiplicador sobre el consumo en función de la propensión marginal a consumir. Ello solucionaría el aparente problema de insuficiencia de demanda que según el diagnóstico keynesiano generalizado es el principal problema de la crisis actual. Para ilustrar, si se emite dinero nuevo y se destina a la construcción de una autopista, los obreros contratados que perciben ese salario nuevo probablemente consuman en el almacén del pueblo. No importa verdaderamente que la autopista resulte útil. Podría contratarse cinco obreros que hagan pozos y otros cinco que los tapen. El almacenero, al ver incrementada su demanda ampliará su local, contratará nuevos empleados para atender al público y comprará más máquinas expendedoras de bebidas (*efecto acelerador de la inversión*). Con los ingresos percibidos, es esperable que una parte lo ahorre y el resto lo consuma (*propensión marginal a consumir*), adquiriendo bienes de consumo, saliendo a comer afuera, yendo al cine o comprándose un auto nuevo, y del mismo modo quienes reciban ese dinero (*efecto multiplicador del consumo*). Todo ello reactivará la economía.

Milton Friedman realizó un profundo estudio de la historia monetaria de los EEUU en su libro *A Monetary History of the U.S.* Cuando le llega el turno de analizar la gran depresión carga toda la responsabilidad a la autoridad monetaria. En el momento en que era necesario incrementar la oferta monetaria, la FED incrementó la tasa de referencia y agudizó el fenómeno deflacionario. Friedman está lejos de ser Keynesiano, pero como todos los monetaristas entiende los efectos perniciosos de la deflación sobre el empleo y las empresas. Por eso, está convencido que la principal misión de la FED es mantener la estabilidad de los precios, inflando y desinflando según el caso. La diferencia más importante de política monetaria entre ambos radica tal vez en que mientras que Keynes le asignaría el excedente monetario al Estado para que lo gaste, Friedman lo entregaría a los bancos para que de forma privada se aplique a los proyectos que más están dispuestos a pagar por esos créditos, es decir, los más eficientes.

Hoy, la sabiduría convencional dice que hay que recuperar el equilibrio entre la oferta y la demanda de moneda. Más vale bajar salarios y costos vía devaluación antes que por medio de un doloroso, prolongado e ineficaz proceso de renegociación hacia abajo. La flexibilidad laboral suele no alcanzar y los recursos legales de *excesiva onerosidad sobreviniente* o concursos preventivos suelen ser medios demasiado costosos de renegociar contratos.

Por eso, todos los banqueros centrales –incluido Bernanke– combaten la amenaza de deflación con un incremento en la oferta monetaria estatal. Pero, ¿por qué parece no surtir efecto en este caso?

### **VIII.- Los problemas del remedio keynesiano**

Ludwig von Mises y Friedrich Hayek han sido los economistas más críticos de la solución Keynesiana. Ambos defienden el traspaso de la política monetaria al sector privado, sea bajo la forma del patrón oro o de algún otro mecanismo de desnacionalización de la moneda. La misión que Friedman quiere dar a la FED es una misión imposible, dada la enorme cantidad de variables que ignora y no puede conocer. En su opinión, nada de esto

hubiera ocurrido de no ser por la medida de pata de la FED con la baja artificial de la tasa de interés.

De acuerdo con un análisis de economía clásica, a medida que el nuevo dinero creado por el Estado va circulando y la gente se da cuenta del menor poder adquisitivo del mismo comienza la suba de precios (*inflación*). Para cuando el proceso concluye, en el mediano plazo, los bienes existentes se acomodan nuevamente a la nueva cantidad de dinero duplicándose el precio de los bienes si la cantidad de moneda se duplicó (y no hubo un aumento de la oferta de esos bienes).

El problema del remedio Keynesiano es que el dinero excedente no crea mayor demanda, simplemente ajusta los precios. En ese momento, el almacenero se da cuenta de que no puede seguir vendiendo las bebidas a USD 1, como lo venía haciendo, porque con USD 1 adquiere la mitad de lo que adquiriría antes de la expansión monetaria. Como resultado, sube el precio a USD 2. Pero, entonces, la demanda se reduce a los niveles previos a la expansión y se da cuenta que le sobran empleados para atender al público, el local es demasiado grande y sobran máquinas expendedoras de bebidas. Comienza, entonces el período de recesión en que debe despedir empleados y achicarse.

Desde el punto de vista macroeconómico, esto se explica mediante la distorsión del precio relativo del crédito. En el mediano plazo la tasa de interés se ajusta al menor poder adquisitivo del dinero<sup>3</sup>. El problema es que el ajuste no es automático:

A mayor ingreso, menor es la proporción que se destina a consumo en relación con la inversión. Por ejemplo, si tengo USD 1000, quizás destine USD 900 a consumo y USD 100 a inversión (10% del ingreso). Pero, si repentinamente paso a tener USD 1.000.000,

---

<sup>3</sup> Supongamos que antes de la expansión monetaria tengo USD 100, de los cuales consumo USD 90 y ahorro el 10% (USD 10). Si la recompensa de abstenerme de consumir esos USD 10 es equivalente en un año al valor de un auto de USD 15, entonces la tasa de interés es del 50%. Luego de la expansión monetaria paso a tener USD 200, pero como por efecto de la inflación los precios se duplicaron, tengo que gastar el doble en consumir (USD 90\*2 = USD 180) y me quedan USD 20 para el ahorro (10%). Si mis preferencias no cambiaron, el precio de esta abstención del consumo presente del 10% de mi haber en un año seguirá siendo el mismo que antes (el equivalente de un auto). Si los precios se duplicaron por efecto de la inflación ahora dicho equivalente es igual a USD 30 (USD 15\*2). Se puede observar así como se ajusta la tasa de interés a la realidad de las preferencias: Si por abstenerme de consumir USD 20 debo recibir USD 30, la tasa de interés sigue siendo del 50% igual que antes de la expansión.

entonces, mi consumo probablemente ascienda a USD 10.000 y destine USD 990.000 a inversión (99% del ingreso). Ahora, si en realidad el incremento de mi ingreso es sólo fruto de una expansión monetaria, para el momento en que los efectos inflacionarios empiezan a aparecer yo ya invertí el 99% de mis ingresos y tengo que restringir mi consumo porque con USD 10.000 no me alcanza para nada. El ajuste es inevitable y esta vez necesita ser mayor todavía para saldar los errores de inversión cometidos.

La expansión monetaria tampoco se produce de forma inmediata y neutral como si se arrojara dinero desde un helicóptero. Unos reciben el dinero antes que otros y eso tiene un importante efecto riqueza, dado que los primeros pueden circular la moneda “falsificada” antes de que el resto se de cuenta de su menor valor. Esto provoca una enorme distorsión en el sistema productivo, pues los sectores que primero reciben el dinero emitido reciben recursos para sus inversiones en desmedro de de otros. El resultado es que con la inflación, se torna evidente que dichos proyectos no son rentables y deben cancelarse.

En definitiva, el problema de la expansión artificial del crédito es que se duplicó la cantidad de moneda pero el ahorro no se duplicó. La caída de la tasa de interés producida originariamente por el espejismo de que hay capital excedente cuando en realidad hay dinero excedente pero no capital, termina siendo un engaño que induce a “regalar” el capital a una tasa demasiado baja. Una tasa de interés artificialmente baja estimula la inversión y desalienta el ahorro, indicando que existe abundancia relativa de ahorro en la sociedad e induciendo a consumir cuando en realidad no hay tal ahorro. Y, si no hay ahorro suficiente, no se puede seguir consumiendo.

Por eso, para Mises y Hayek luego de una expansión monetaria descontrolada resulta inevitable la recesión, no por razones monetarias sino por razones estructurales. Los proyectos no rentables deben cancelarse. La contracción del crédito (*deflación*) es solamente el síntoma de la inexorable suba de la tasa de interés a medida que la misma se ajusta al excedente de dinero. La tasa de interés no sube en este caso porque hay menos dinero circulante sino porque la misma ha ajustado a la nueva realidad de que hay menos capital disponible. Continuar con la expansión monetaria para evitar la recesión solamente continúa el despilfarro y agrava la crisis, pues el ajuste deberá ser mayor. Ello, sin

mencionar los problemas de ineficiencia, burocracia, corrupción y abuso de poder que un gasto público exacerbado puede provocar.

### **IX.- Un pronóstico reservado**

La crisis *sub-prime* puso de manifiesto que no hay suficiente capital para pagar por los proyectos de inversión y consumo que se mal emprendieron en el *boom*. No hay mercadería física que respalde la demanda reflejada en papel moneda. La emisión de dinero no es capital ni puede ayudar a crearlo. Su principal efecto, la licuación de deudas, es hacer pagar las consecuencias a los asalariados, que son los principales contribuyentes del impuesto inflacionario. Los beneficiarios son los inversores que hicieron malos préstamos, los bancos y quienes se endeudaron de más.

La FED ha volcado a la economía estadounidense –cuyo PBI precrisis era de alrededor de los USD 10.000 billones- mucho más de los 700.000 MM del plan de rescate aprobado durante la gestión Bush. Barak Obama ha reclamado otro plan de rescate de casi 800.000 MM. La FED ha multiplicado los préstamos y la tasa de interés de referencia se mantendrá por debajo del 1%. Pero, nada parece alcanzar.

Cuando los remedios monetarios no alcanzaron durante la gran depresión, Franklin D. Roosevelt dolarizó la economía, convirtiendo todas las obligaciones de pagar oro en obligaciones de pagar dólares devaluados y confiscando las tenencias de oro. Eduardo Duhalde hizo algo similar en Argentina en 2002 cuando pesificó la economía. Hoy eso parece no ser una alternativa, pues desde 1971 se ha abandonado por completo el patrón oro en los EEUU.

La FED, mientras tanto probablemente continuará intentando inflar la economía. Entre la inflación y la deflación, no hay político en el mundo que se quede con la segunda. De la Rúa y Cavallo lo intentaron en Argentina en el 2001 y tuvieron que dejar el poder. Los efectos que la inflación internacional pueda generar en el mediano plazo los tendrán sin cuidado, pues como afirmaba Keynes “en el largo plazo todos estaremos muertos”. La

mayor oferta monetaria seguramente se verá reflejada en una devaluación del dólar estadounidense, no en relación a otras monedas que probablemente se devalúen a la par, sino en relación a las mercancías de la economía real que seguramente servirán de refugio frente a la devaluación creciente.

El gran interrogante es si esta gigantesca expansión monetaria tendrá el efecto reactivante que la teoría Keynesiana sugiere. Por ahora, la palabra que más suena es *estanflación (stagflation)*, que significa estancamiento e inflación. Este efecto, *a priori* irreconciliable con la *Teoría General* de Keynes -que sostiene que la inflación alienta la inversión para evitar la pérdida del poder adquisitivo del dinero atesorado-, pone de manifiesto la inevitabilidad del ajuste que destacan Mises y Hayek. La elevada inflación no puede proveer el capital suficiente para garantizar la continuidad de los proyectos del *boom*. El capital no es el dinero, sino las mercancías y bienes ahorrados que el dinero representa y que no existen. Ante la falta de capital, esos proyectos deben cancelarse, y eso provoca recesión aún en un entorno de elevada inflación (que a su vez generará nuevas mal inversiones que deberán cancelarse en un plazo más largo).

Esto es como si viviéramos en una isla y hubiéramos pretendido irnos de excursión de caza por 30 días sin tener las provisiones suficientes. A medida que la inflación fue carcomiendo el poder adquisitivo de los dólares, nos dimos cuenta que no teníamos las provisiones que pensábamos que teníamos. Darnos más dólares no va a incrementar la cantidad de provisiones disponibles en la isla, simplemente va a hacer subir el precio de las mismas, y nada va a cambiar el hecho de que no tenemos suficiente ahorro para la travesía que decidimos emprender. Ese proyecto debe cancelarse. La solución es volver a casa, ponerse a trabajar y ahorrar para formar nuevo capital (provisiones).

Pero, ¿acaso no funcionó la expansión monetaria en el caso de la depresión Argentina de 2001/2002?

## **X.- La experiencia Argentina**

El caso de la crisis Argentina de 2001/2002 tiene un parecido significativo con la crisis internacional actual. En ambos casos se produjo una significativa deflación con incremento del poder de compra de la moneda relevante y precios de los bienes y servicios ajustando a la baja. Aparentemente, la Argentina logró salir expandiendo la disponibilidad de moneda. Pero, ¿era la situación la misma?

Es cierto que la crisis Argentina de 2001/2002 y la actual comparten síntomas parecidos, pero la enfermedad, esto es causas que determinaron las patologías fueron muy diferentes. La Argentina estableció a principios de la década de 1990' un tipo de cambio fijo con el dólar estadounidense que tenía por fin anular la política monetaria del BCRA atando la moneda local a la moneda extranjera. El BCRA se obligó a cambiar cualquier cantidad de moneda nacional por la divisa extranjera al tipo de cambio fijado y viceversa.

Dicha fijación del tipo de cambio puede ser explícita (tipo de cambio fijo) o implícita mediante la intervención activa del BCRA comprando y vendiendo divisas a fin de sostener un tipo de cambio determinado (flotación sucia) o un rango determinado (flotación entre bandas). En el caso del Plan de Convertibilidad fue explícita. Esta política es especialmente útil para generar confianza en la moneda local en períodos de hiperinflación, siempre que se tengan las reservas necesarias para sostenerlo. De esta forma se promueve la estabilidad de los precios, pues se garantiza que el precio de los bienes que se importan y se exportan (sean bienes finales o empleados como insumos en la cadena productiva) no variará, facilitando así el cálculo económico.

Sin embargo, la fijación del tipo de cambio tiene efectos perniciosos sobre la asignación de los recursos económicos. Un tipo de cambio (medido en moneda local) por encima del nivel de mercado tiende a favorecer al sector importador y a perjudicar al sector exportador y viceversa. Por ejemplo, si el tipo de cambio de mercado es de  $\$ 3 = \text{USD } 1$  y el salario de un trabajador rural es de  $\$ 100$ , su salario equivale a  $\text{USD } 30$ . Ahora, si el Estado fija el tipo de cambio en  $\$ 1 = \text{USD } 1$  ese mismo salario de  $\$ 100$  equivale ahora a  $\text{USD } 100$ , con lo cual los productos agrícolas se encarecen en términos internacionales perjudicando al sector exportador y el salario real del trabajador rural se incrementa en términos internacionales

beneficiando al sector importador. En un régimen intervenido las divisas se devalúan o se revalúan por el Estado.

Ahora bien, estos efectos no son permanentes sino que tienden a ajustarse en el mediano y largo plazo. Con un tipo de cambio fijo el incremento de la riqueza relativa de uno u otro país no se refleja automáticamente en los salarios reales de los trabajadores domésticos. En el ejemplo anterior, cuando por efecto del mayor poder adquisitivo del dólar la gente tiende a desprenderse de sus tenencias en pesos a cambio de dólares, lo que en un mercado libre llevaría el tipo de cambio a  $\text{USD } 1 = \$ 2$ , el BCRA sigue pagando USD 1 por \$ 1 (tipo de cambio por encima del nivel de mercado). Como resultado, la gente se desprende de pesos y adquiere dólares, restringiendo la oferta monetaria local hasta que el poder adquisitivo de \$ 1 se equipare al de USD 1. Así, si se restringe la cantidad de pesos en circulación de \$1000 a \$500, manteniendo constante el PBI en digamos 1.000 autos, el poder adquisitivo de \$1 tiende a ser ahora de 2 autos, es decir, igual al de EEUU (USD 1.000 para 2.000 autos). Por su parte, la venta de reservas del BCRA en dólares a cambio de pesos tiende a disminuir el poder adquisitivo del dólar.

En este caso, el BCRA ajusta los salarios reales de Argentina “esterilizando” los pesos que se cambian por dólares, es decir, restringiendo la oferta monetaria de pesos vía deflación (reducción artificial de moneda). Ello implica que los precios en Argentina deben caer en pesos, producto de la menor oferta monetaria.

Ello requiere, en primer lugar, bajos costos de transacción y negociación a fin de acomodar los precios rápidamente a la nueva situación. Y, en segundo lugar, requiere amplia flexibilidad laboral para evitar que el mantenimiento de salarios nominales anteriores a la deflación implique un incremento del salario real que no puede ser pagado y genera, por tanto, desempleo. Naturalmente, un salario nominal de \$ 100 es una cosa cuando  $\$1 = 1$  auto y otra muy distinta cuando  $\$1 = 2$  autos.

La falta de flexibilidad de los precios a la baja, fruto de las dificultades legales para bajar salarios y renegociar con proveedores, mantiene los costos de producción artificialmente altos con lo cual se reducen los márgenes de utilidad erosionando la competitividad de la

economía por el lado de la oferta. Por el lado de la demanda, la falta de ajuste de los precios, manteniendo un nivel de precios artificialmente alto, tiende a reducir la demanda. Menor oferta y menor demanda culminan en una contracción económica. Pero, lejos de ser esta contracción económica generada por razones estructurales, como es el caso de la crisis actual, dicha contracción fue generada por causas monetarias y la solución debió ser, por tanto monetaria.

## **XI.- Conclusión**

La expansión monetaria alienta el gasto público y privado y la producción de bienes que no son necesarios prioritariamente justo en un momento en el que lo que la crisis ha puesto de manifiesto es que con el capital que hay no alcanza. Es una crisis estructural y no monetaria / cambiaria como fue el caso de la crisis Argentina de 2001/ 2002.

Los felices años 1920', caracterizados por una explosión de la oferta crediticia, terminaron en el *crash* de 1930. Las políticas keynesianas implementadas por el presidente Roosevelt para paliar la crisis, lejos de dar un resultado inmediato perduraron por varios años sin observarse una mejora de la economía sino más bien todo lo contrario.

Si Mises y Hayek tienen razón, la elección actual no es entre deflación e inflación como pareciera a primera vista. La elección es entre ajuste ahora, con todo lo doloroso que eso puede ser, o continuar con el derroche, prolongar la crisis y finalmente tener que rendirse a un ajuste mucho más severo después. Todo esto, sin considerar las peligrosas consecuencias de las medidas de salvataje en el mediano y largo plazo y sus implicancias éticas respecto del nuevo sistema capitalista: mientras las cosas andan bien hay ganancias privadas, pero al momento de ajustar hay pérdidas socializadas que se reparten entre todos. Si los *bonus* corporativos y los excesos de los ejecutivos *vis-á-vis* los accionistas que son sus mandantes no son suficiente atractivo para tomar riesgos desmedidos (problema del agente y el principal), a esto le agregamos que en caso de que las cosas salgan mal el gran hermano nos rescatará (*moral hazard*).

Al igual que como sucedió con la gran depresión, hay quienes piensan que ésta es una crisis de falta de consumo o, lo que es lo mismo, de sobre-producción. Pero, esto es un error de diagnóstico: ésta es una crisis de exceso de consumo y no de falta de consumo. Nos consumimos el capital disponible pensando que teníamos más de lo que en realidad teníamos y, ahora llegó el momento de pagar la cuenta. Desalentar el ahorro y favorecer el consumo pervirtiendo la moneda no puede ser parte de la solución.

Es cierto que la inflación permite por un tiempo bajar los salarios reales evitando muchas fricciones en el mercado laboral como explica Keynes, pero ello no solo se hace a expensas del asalariado sino también de la formación de capital que es lo que verdaderamente necesitamos.

Si la principal causa de la crisis actual ha sido la expansión monetaria descontrolada, hay algo que no cierra si afirmamos que la solución es expandir aún más el crédito y de forma más descontrolada aún. ¿No es esto tanto como pretender curarse la resaca de una borrachera, emborrachándose todavía mucho más?

Buenos Aires, 13 de Febrero de 2009.-