

**Crisis financiera global: Lecciones y reformas financieras en el mundo**

Por áreas, temas y su implementación.

Lecciones y reformas	¿Se han implementado?
<b>1 Nueva regulación bancaria (Basilea III)</b>	
• Mayores requerimientos de capital y liquidez	Sí
• Aún mayores requerimientos de capital para bancos más grandes	Sí
• Requerimientos procíclicos adicionales de capital (política macroprudencial anticíclica)	En parte
• Mayores requerimientos de gobernanza y transparencia financiera y corporativa	Sí
• Requerimientos de medición y manejo de riesgos, con realización de pruebas de tensión	Sí
• Mayores responsabilidades y poderes del supervisor bancario	Sí
<b>2 Otras reformas financieras</b>	
• Separación de bancos comerciales y bancos de inversión	Sí
• Regulación integrada de <i>holdings</i> financieros	En parte
• Regulación y supervisión financiera en una sola autoridad (banco central o comisión especializada)	Sí
• Fortalecimiento del rol de prestamista de última instancia del banco central	Sí
• Reducción o prohibición de exposición de bancos a activos y pasivos complejos, opacos y/o negociados "over the counter"	Sí
• Control de toma excesiva de riesgos por ejecutivos	Sí
• Reformas de los incentivos a los ejecutivos bancarios	No
• Reformas a la competencia y al financiamiento de las empresas clasificadoras de riesgo	No
• Endurecimiento de condiciones para concesión de créditos hipotecarios	Mundo: en parte. EE.UU.: poco
• EE.UU.: término de garantías estatales otorgadas a Fannie Mae y Freddie Mac para la compra de créditos hipotecarios	No

Nota: cuadros del autor, basados en información mundial.

**Crisis financiera global: Lecciones y reformas macroeconómicas en el mundo**

Por áreas, temas y su implementación.

Lecciones y reformas	¿Se han implementado?
<b>1 Institucionalidad y política monetaria y cambiaria</b>	
• Fortalecimiento de la independencia del banco central	En parte
• Fortalecimiento del rol y las funciones del banco central en preservar la estabilidad financiera	Sí
• Consideración de un objetivo adicional de estabilidad financiera en la conducción de la política monetaria	En parte
• Complementación de la política monetaria ortodoxa (basada en la tasa de política monetaria con herramientas heterodoxas (expansión monetaria cuantitativa, compra de activos públicos y privados, etc.) cuando la tasa llega a valores cercanos a cero	En parte
• Racionalizar e institucionalizar las condiciones y formas de uso de herramientas monetarias heterodoxas	No
• Perfeccionamiento de regímenes monetarios basados en metas de inflación	En parte
• Perfeccionamiento del régimen cambiario basado en la flexibilidad del tipo de cambio (flotar más, intervenir menos)	En parte
• Institucionalizar y transparentar las intervenciones cambiarias excepcionales en países con flotación cambiaria	Solo en Chile y Nueva Zelandia
• Evitar política monetaria insuficientemente anticíclica y excesivamente expansiva por períodos prolongados	No en EE.UU. ni en la Zona Euro
<b>2 Institucionalidad y política fiscal</b>	
• Institucionalización de un consejo fiscal independiente	En muchos países
• Institucionalización de fondos soberanos con consejos independientes	En pocos países
• Adopción de reglas fiscales	En muchos países
• Políticas fiscales menos procíclicas o, mejor, más contracíclicas, a lo largo del ciclo	En parte. No en EE.UU.
• Políticas fiscales muy expansivas pero, transitorias durante recesiones profundas	En parte
• Consolidación fiscal (mayores saldos fiscales y menores niveles de deuda pública) en períodos de auge	En pocos países. No en EE.UU.

# A 10 años de la crisis financiera global

**■ HACE UNA DÉCADA**

El 15 de septiembre de 2008 colapsó Lehman Brothers, uno de los cinco grandes bancos de inversión de EE.UU. La decisión del gobierno de EE.UU. de dejar quebrar a este banco no constituyó la causa, ni el inicio de la gran crisis financiera global de 2007-09. Pero esta quiebra gatilló —para sorpresa de las autoridades de EE.UU.— un pánico financiero global, reflejado en el congelamiento de los mercados crediticios, la caída libre de los precios de casi todos los activos financieros y monetarios del mundo, el desplome de la demanda agregada privada y una intensa pérdida global de riqueza, ingresos y empleos.

**■ ¿QUÉ CAUSÓ LA CRISIS?**

Esta crisis tuvo su epicentro en EE.UU. Ahí se desarrolló durante los años 2000 una gigantesca burbuja hipotecaria, alimentada por una oferta ilimitada e incondicional de créditos hipotecarios a deudores *prime* y *subprime* (de ahí el nombre de la crisis *subprime*), que luego fueron combinados en nuevos activos complejos, revendidos a otras instituciones financieras en EE.UU. y Europa. Estos activos se tornaron tóxicos cuando sus elevadas rentabilidades comenzaron a caer con el debilitamiento de la economía de EE.UU. y la consiguiente cesación de servicio de deudas hipotecarias a partir de 2007. Ya antes de Lehman, las enormes pérdidas de varias instituciones financieras en EE.UU. y Europa, debido a su alta exposición a activos tóxicos, llevaron a su venta a terceros o intervenciones estatales. Pero la quiebra de Lehman transformó el nerviosismo previo en pánico generalizado, debido a dos razones. Primero, reflejó que toda institución financiera grande podría estar expuesta a una exposición altamente incierta a activos tóxicos (ni los mercados ni los supervisores conocían dichas exposiciones). Segundo, mostró que los gobiernos no rescatarían a toda institución por sus pérdidas en activos tóxicos.

Las causas últimas de la crisis fueron las profundas fallas de los mercados financieros y las políticas de regulación y supervisión de dichos mercados, combinadas con políticas macroeconómicas expansivas durante la fase cíclica expansiva de 2002-2007. EE.UU. es el país que hizo casi todo mal durante esos años, combinando la irresponsabilidad financiera con la macroeconómica.

Más allá de EE.UU., fue Europa el continente más afectado por la crisis, debido a su exposición a activos tóxicos "made in USA" y su propia contribución a la crisis global, a través de burbujas inmobiliarias, bancos frágiles y gobiernos fiscalmente débiles.

La incertidumbre global y la caída mundial de ingresos llevaron al congelamiento de la inversión y del consumo de durables en 2008-2009, con lo cual se contrajo fuertemente el comercio mundial, intensificando la recesión.

**■ ¿POR QUÉ NO FUE IGUAL A LA GRAN DEPRESIÓN?**

El PIB mundial cayó apenas en un 0,2% en 2009. En los países desarrollados la recesión fue más profunda, mientras que en las economías en desarrollo, como grupo, no hubo recesión. Sí hubo recesión en América Latina y en Chile, debido al fuerte contagio financiero y comercial desde EE.UU. y Europa. La recuperación del crecimiento fue relativamente rápida en los países en desarrollo, pero más lenta en los países desarrollados.

En cambio, en la Gran Depresión el PIB mundial cayó un masivo 15% entre 1929 y 1933. Chile fue el país más afectado del mundo, con una caída brutal del PIB, de 43,6%, entre 1929 y 1933. La posterior recuperación del

producto y del empleo, en Chile y el mundo, fue lenta.

¿Qué explica la enorme diferencia en profundidad y duración entre las dos crisis y recesiones? En la Gran Depresión, los gobiernos contribuyeron con sus políticas a profundizar y extender la depresión económica: dejaron quebrar cientos de bancos, adoptaron políticas macroeconómicas contractivas y defendieron las paridades cambiarias fijas hasta el final.

En cambio, después del colapso de Lehman, los gobiernos de los países desarrollados —y los de muchas economías emergentes, como la chilena— hicieron lo opuesto a lo aplicado en 1929-1932. En forma simultánea y coordinada (en la OCDE fui testigo privilegiado de dicha coordinación), los gobiernos y bancos centrales dieron garantías incondicionales a todos los depositantes bancarios (evitando así corridas bancarias), rescataron o estatizaron a las instituciones financieras afectadas por problemas de liquidez o solvencia, y proveyeron liquidez a una escala gigantesca. Los bancos centrales de los países más afectados redujeron sus tasas de política monetaria a niveles cercanos a cero y emitieron moneda doméstica a cambio de grandes adquisiciones de deuda pública y privada. Al mismo tiempo, los gobiernos expandieron el gasto público y redujeron los impuestos, incrementando los niveles de déficit y deuda pública en los países más afectados. Solo esta masiva intervención financiera y macroeconómica, la más intensa y mancomunada en la historia económica mundial, evitó una repetición de la Gran Depresión de los años 30.

**■ ¿QUÉ HA APRENDIDO EL MUNDO DESDE LA CRISIS?**

Mucho. Las lecciones sobre las fallas de mercado y de las políticas de regulación y supervisión financiera han motivado reformas profundas, que han fortalecido a las

instituciones financieras, su regulación micro y macroprudencial, y su supervisión. Las lecciones macroeconómicas de la crisis también han motivado reformas institucionales y de conducción de las políticas monetaria y fiscal. Sin embargo, tanto en el financiero como en el macroeconómico, queda mucho por hacer.

También en Chile estamos avanzando con una mejor regulación y supervisión bancaria (con la nueva Ley de Bancos) y la institucionalidad fiscal (la futura Ley para un Consejo Fiscal Autónomo).

**■ ¿SE ESTÁ INCUBANDO LA SIGUIENTE CRISIS?**

Predecir crisis financieras y recesiones es tan difícil como catástrofes naturales.

Sabemos con certeza que vendrán futuras crisis. Pero no sabemos ni cómo (qué las gatillará), ni dónde (será el epicentro), ni cuándo. Colocarles fecha (2020, como lo hacen Rosa y Roubini) es más que aventurado.

Sin embargo, sí se pueden identificar riesgos de una futura crisis. Y ciertamente se están acumulando crecientes riesgos financieros y macroeconómicos en países desarrollados y emergentes, que analicé detalladamente en mi columna de abril.

Acá me refiero solo a los riesgos que se están incubando en EE.UU. Considerando la actual fase caliente del ciclo de EE.UU., la tasa de política monetaria de la Fed es excesivamente baja. Con una economía sobrecalentada, Trump echa más leña al fuego aumentando irresponsablemente el déficit fiscal.

A la incertidumbre derivada de los elevados precios de activos inmobiliarios y de renta variable en EE.UU., Trump agrega incertidumbre global con sus guerras comerciales y tuits geopolíticos irresponsables e inconsistentes. ¿Será EE.UU. nuevamente el epicentro de la siguiente crisis y recesión global?

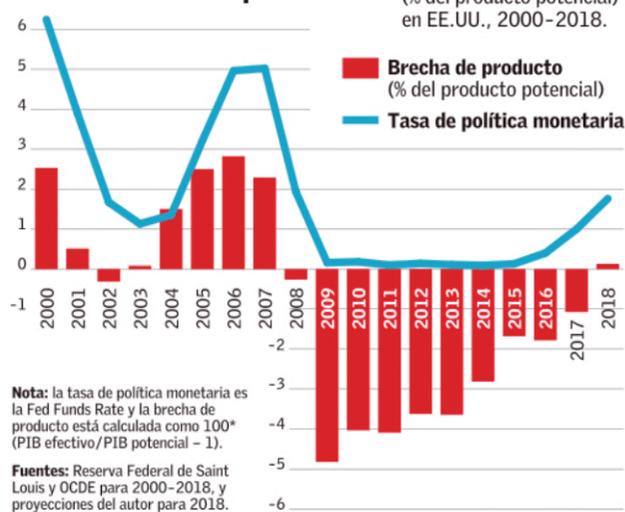


DE  
PUÑO  
Y  
LETRA

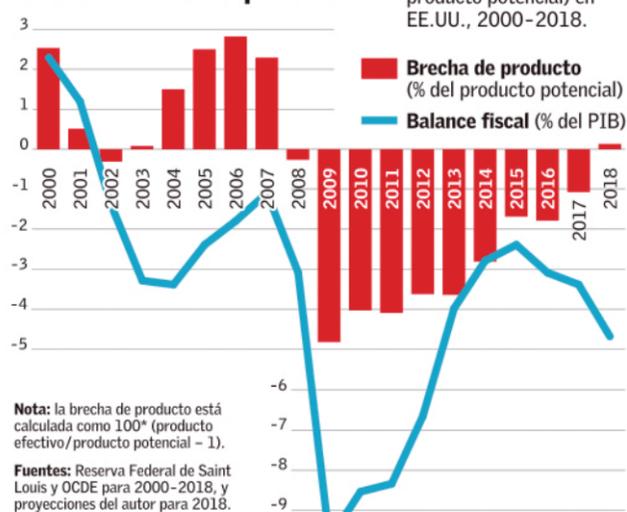
**KLAUS  
SCHMIDT-HEBBEL**

Profesor titular,  
P. Universidad Católica  
de Chile

**Política monetaria de EE.UU.: excesivamente expansiva**



**Política fiscal de EE.UU.: excesivamente expansiva**



**SABEMOS CON CERTEZA QUE VENDRÁN FUTURAS CRISIS. PERO NO SABEMOS NI CÓMO (QUÉ LAS GATILLARÁ), NI DÓNDE (SERÁ EL EPICENTRO), NI CUÁNDO.**