

El eterno retorno de las crisis financieras... O cómo frenarlas

Por Frédéric Lordon¹

Nos damos el lujo de reproducir la conferencia que realizó el economista francés Frédéric Lordon en la Universidad Nacional de La Plata invitado por el CIEPYC. Analizó el germen y la evolución de las crisis financieras que se vienen produciendo en el sistema financiero, haciendo hincapié en el último episodio ocurrido a raíz de las hipotecas subprime en los Estados Unidos. También planteó propuestas de política monetaria para evitar el surgimiento de burbujas.

Propongo recorrer las cuatro etapas siguientes. En primer lugar voy a interrogar sobre los orígenes de la crisis. Después voy a estudiar el proceso y desarrollo a partir del verano 2007, y ahí vamos a entender la estrategia del Banco Central. Y para terminar voy a decir algo sobre la manera de salir de esta situación.

¿Cuándo comienza una crisis financiera? Podemos dar una respuesta totalmente general. En la época del capitalismo financiero se comienza formando una crisis a partir del momento en que se acaba de salir de una crisis precedente. Eso es típicamente lo que pasa con la crisis hoy.

Después del crack de las acciones Internet del año 2001. La industria financiera comienza a preguntarse en que nicho financiero puede desplegarse. Es decir, en qué otros tipos de especulaciones van a poder realizar las ganancias financieras. Y la respuesta que se da en ese momento es el mercado inmobiliario.

Hasta ese momento el mercado inmobiliario funcionaba de manera muy clásica: los bancos otorgaban créditos, las familias compraban propiedades y devolvían el dinero durante 20 o 30 años. El problema de esto era que el crédito otorgado por el banco resultaba un riesgo que iba permanecer hasta el vencimiento. Es decir, un riesgo que tiene 20 o 30 años. Durante esos años el banco va a enfrentar el riesgo de default de los deudores.

Entonces la industria financiera cree desarrollar una innovación "genial". Es lo que se va a llamar la titulización. ¿En que consiste esta titulización? Hay que agrupar una gran masa de créditos bancarios y transformarla en una línea de títulos negociables en el mercado. Esta línea de títulos está formada por diferentes clases de riesgos que corresponden a los que piden préstamos, y esos productos financieros, que se llaman productos derivados, van a ser vendidos luego en el mercado financiero.

Allí la industria financiera creyó encontrar la solución universal para los problemas de riesgo. El riesgo que está concentrado en un solo banco o un número dado de bancos se encuentra disperso en un gran número de inversores. Cada uno de los inversores toma una pequeña parte del riesgo global y tienen la posibilidad de desentenderse de ellos en cualquier momento, o lo pueden revender mientras este mercado esté líquido.

Conferencia organizada por el CIEPYC en la Biblioteca de la Universidad Nacional de La Plata el día 21 de noviembre de 2007.

Pero la titulización es una ilusión. El gran error de los inversores consiste en haber pensado que la titulización hacía desaparecer el riesgo, cuando en realidad solo lo dispersa. Entonces si los bancos pueden desentenderse de los riesgos luego de la titulización, no tienen ningún incentivo para la selectividad. Los bancos van a agrupar nuevos tomadores de préstamos y la solvencia va a resultar dudosa. Y así va a aparecer esa categoría que ya es famosa: los "subprime". ¿Que son los créditos subprime? Son créditos otorgados a particulares, que pueden ser personas que ya están sobreendeudadas, o bien gente que es totalmente desconocida en el sistema bancario y cuya solvencia es por consecuencia totalmente incierta. Y esta es la paradoja: desde el punto de vista individual, ya sean los bancos o los inversores, el riesgo individual parece bajar pero esto tiene el precio de un peligroso crecimiento del riesgo global. Y así es como se forman las burbujas hipotecarias, por la combinación del sueño norteamericano de ser propietario, del crédito bancario, y de la titulización. Este conjunto de mecanismos impulsan a las familias a los mercados inmobiliario y financiero, lo cual genera un crecimiento continuo de los créditos hipotecarios. Y esto se acompaña con la ilusión de que todos van a ganar: las inmobiliarias que van a cobrar comisiones, los bancos que van a cobrar intereses, las familias que pueden revender la casa con una plusvalía, y finalmente los inversores con los productos derivados, porque cuanto más riesgosos, mas rentables.

Es decir, se está constituyendo una dinámica financiera estructuralmente inestable. Entonces para que esta dinámica se prolongue es necesario que se acrecienten los precios inmobiliarios, entonces se necesitan más suscriptores de créditos hipotecarios y menos de prudencia en la selectividad de aquellos que toman préstamos.

Esta dinámica financiera se mantiene vulnerable a un shock de política monetaria que podría elevar la tasa de interés. Además, esta dinámica es muy peligrosa por una cláusula que se llama reset. El reset consiste en que para atraer nuevos tomadores de préstamos se permite primero una tasa de interés muy ventajosa por 2 años pero en los 28 años que siguen la tasa de interés va a subir totalmente.

Entonces todas las condiciones están reunidas para que estalle la crisis. Y así es como va a producirse la crisis. El proceso se llama el doble efecto de la tasa de interés.

En primer lugar el efecto reset. En el 2007 llegan los primeros reset de los suscriptores que habían tomado su crédito en el 2005 y que son tomadores de préstamos cuya solvencia ya está deteriorada.

El segundo efecto es el de la política monetaria, porque en el 2003 el Banco Central de Estados Unidos dio muestras de elevar las tasas.

En consecuencia es extremadamente difícil reembolsar el crédito inmobiliario. Entonces aparecen los primeros créditos impagos.

Y como siempre en las crisis financieras, el retorno se hace cuando termina un acontecimiento que golpea mucho. Los primeros impagos se transmiten en primer término a los productos derivados. Entonces el precio va a empezar a bajar.

El primer evento de shock ocurrió con el Hedge Fund Bear Stearns, que se encontró con la necesidad de cerrar dos fondos «dinámicos» con grandes inversiones en derivados hipotecarios. Y esto fue un shock muy importante porque Bear Stearns es una compañía que tiene acciones muy fuertes Wall Street.

El segundo shock fue cuando la empresa de corretaje hipotecario AHM (American Home Mortgage) se declara en quiebra. En ese momento estalla realmente la burbuja.

La transmisión de los impagos hipotecarios a los productos derivados es muy fuerte. El

precio de los derivados cae brutalmente. Y en ese momento es cuando la comunidad financiera toma conciencia de un error monumental en las evaluaciones. Y este error genera el problema de las calificadoras de riesgo. Como había pasado ya en 1998 con la crisis internacional y en 2001 con el crack de Internet. Las calificadoras de riesgo no pierden nada. Y se entiende por qué: la calificación y la evaluación son negocios.

Cuando sale a la luz la quiebra de las compañías las evaluaciones se revisan de forma catastrófica y así se produce la avalancha para salir del mercado.

En este momento es posible insertar 2 comentarios teóricos.

El primer comentario es sobre la especie de espejismo del mercado financiero que es la liquidez. ¿Qué es la liquidez? La liquidez es la posibilidad para todo inversor de salir del mercado sin una variación importante del precio; es la posibilidad para todo vendedor de encontrar fácilmente un comprador.

Pero la liquidez es una propiedad del mercado financiero un poco exógena puedo decir. Por que cuando tenemos una crisis financiera todo cambia ya que todos los inversores quieren salir del mercado al mismo tiempo, y entonces hay una desaparición de los compradores y los precios se derrumban hasta caer potencialmente a cero.

Entonces la liquidez es una ilusión colectiva. No puede ser ejercida colectivamente y de manera simultánea. Keynes ya había llamado la atención sobre este hecho, que la liquidez se evapora en el momento que todos quieren ejercerla. Es decir, la liquidez es un paraguas que uno puede usar cuando el tiempo está lindo, pero que no sirve cuando llueve.

El segundo comentario teórico es que la crisis financiera demuestra el fracaso teórico de los modelos llamados gaussianos. La característica de la crisis de liquidez es que se observan gigantescas variaciones de los precios. Durante el verano 2007 se observaron variaciones de precios que eran mas o menos 15 a 20 veces la desviación estándar, y en los modelos gaussianos una variación de 15 a 20 veces la desviación estándar corresponde a una probabilidad de frecuencia de 1 vez cada 10.000 años. Es decir que los modelos gaussianos demostraron ser totalmente incapaces de predecir la crisis financiera.

Algunos economistas pensaron en dar vuelta el problema con otros tipos de modelos que se llaman no-gaussianos, modelos que responden a otras hipótesis del azar, como el azar de Pareto, o las distribuciones leptokurticas que los economistas que no tienen miedo al ridículo las llaman distribuciones de "cola ancha".

Sin embargo todos estos modelos, gaussianos y no-gaussianos, cometen el mismo error, que es lo que yo voy a llamar "el sueño del probabilismo objetivo". También se podría llamar probabilismo trascendente. El probabilismo objetivo quiere creer que la distribución de probabilidad de los precios preexiste independientemente y antes de las interacciones de los agentes. Entonces para captar los acontecimientos de la crisis de 2007 hay que mirar todas las hipótesis, como la hipótesis de probabilismo inmanente, que considera que la distribución de probabilidades no preexiste objetivamente sino que es el producto emergente de las interacciones.

La crisis financiera va a funcionar con una dinámica autocatalítica. Y esto lo podemos ver tanto por el lado de los Hedge Funds como del lado de los bancos. Del lado de los Hedge Funds, el pánico sobre el mercado de derivados implica una caída automantenida de los precios: cuanto más bajan los precios, más miedo tienen los inversores; y cuando más miedo tienen, más venden; y cuando más venden, más bajan los precios. Entonces los Hedge Funds van a registrar enormes pérdidas. Los clientes de esos Fondos van a pedir

la restitución de su dinero inmediatamente y eso genera mas movimientos de venta y más fuertes caídas de los precios de los productos derivados, y hasta el punto que ciertos fondos se van negar a devolver el dinero en estas condiciones y cierran.

Del lado de los bancos, éstos pensaban que se habían desentendido del riesgo hipotecario gracias a la titulización, pero los riesgos que salieron por la puerta volvieron por la ventana, y yo diría que incluso volvieron por dos ventanas. En primer lugar la mayoría de los bancos crearon los Hedge Funds internos y éstos, como todos los Hedge Funds, perdieron mucho. Por otro lado, los bancos prestaron mucho a Hedge Funds externos y esos Hedge Funds externos perdieron tanto que ya no pueden devolver a los bancos. Entonces los bancos ahora se niegan a prestar más a esos fondos pero los fondos lo necesitan.

Entonces las supuestas ventajas de la titulización van a convertirse en situaciones dramáticas. La titulización dispersa los riesgos pero cuando hay una crisis nadie sabe donde están esos riesgos. Durante el "buen tiempo" la titulización tiene muchas ventajas, pero durante la crisis la sospecha esta generalizada.

Y entonces la pregunta que se plantean todos los agentes financieros es: ¿quién está expuesto? Y como no se puede contestar esa pregunta, nadie quiere prestar a nadie. Y esto va a pasar cuando numerosos agentes tienen necesidades de créditos muy urgentes.

Entonces la crisis de la liquidez es general. La sospecha generalizada restringe todas las formas de financiamiento. Por un lado, el financiamiento sobre el mercado monetario. Los Fondos son incapaces de encontrar nuevos financiamientos y de emitir nuevas líneas de papel, incluidos lo que se llaman Asset Backed Commercial Papers. Los ABCP son cuasiobligaciones adosadas a los colaterales. Y en la burbuja inmobiliaria la mayoría de esos papeles eran los que se llamaban ABCP. Los ABCP están principalmente adosados a activos inmobiliarios.

Pero a esos activos ya nadie los admite como colaterales hoy en día. Entonces en el caso de los ABCP va a haber una desaparición de los compradores.

También se restringe el financiamiento en el mercado interbancario: los bancos se niegan a prestarse unos a otros. Se puede detectar fácilmente los días de crisis aguda, que son los días que se producen los picos de la tasa de interés llamada overnight en los mercados financieros.

¿Entonces el Banco Central a que situación esta ahora enfocado? La crisis bancaria es un peligro mayor porque amenaza la continuidad del financiamiento de los bancos, y entonces de toda la economía.

En consecuencia, el Banco Central se encuentra enfrentando a un peligro que se llama riesgo sistémico. Por las fuertes interdependencias entre los bancos, una quiebra bancaria local puede convertirse en un desmoronamiento global del sistema financiero (por el "efecto domino"). Es decir, en una catástrofe económica general.

En estas condiciones el Banco Central esta obligado a intervenir. Frente a la amenaza de un desmoronamiento general, el Banco Central no puede mantenerse sin hacer nada. Está obligado de intervenir al auxilio de los operadores los más tocados por la crisis de liquidez, que son los operadores más imprudentes.

Y en el mes de agosto la Fed y el Banco Central Europeo realizaron intervenciones masivas sobre los mercados interbancario y monetario. Y hubo intervenciones de dos tipos, y en dos tiempos. En primer lugar, intervenciones sobre los volúmenes: inyecciones masivas de liquidez suplementaria. Esas inyecciones son muchos más

grandes que las realizadas en las crisis de 1998 y 2001.

En segundo lugar, intervenciones sobre los precios por las bajas sucesivas de las tasas de referencia.

Entonces el Banco se encuentra con un dilema estratégico: es imposible no intervenir frente a las consecuencias de un desmoronamiento general, pero intervenir es auxiliar a los operadores más imprudentes, quienes así pueden escapar de las consecuencias de sus apuestas especulativas. Y este tipo de trampa tiene un nombre teórico: azar moral.

El azar moral es la tendencia de la gente a sobreexponerse a un riesgo a partir del momento en que se sienten protegidos contra ese riesgo. Y esto es justamente lo que pasa en las crisis financieras. Los inversores saben que el Banco Central deberá intervenir para auxiliarlos.

Mi opinión es que el azar moral es el nombre con que usualmente se denomina lo que podríamos llamar una toma de rehén del Banco Central.

Frente a la situación del azar moral, las intervenciones del Banco Central tienen una orientación profundamente política. En situación de riesgo sistémico, el Banco Central debe estar listo para inyectar volúmenes de liquidez sin limitaciones. Y sólo el Banco Central está armado para enfrentar este tipo de situaciones. Porque una institución como el Fondo Monetario Internacional es totalmente incapaz de responder a este riesgo sistémico. ¿Por qué? Porque es un fondo, no un banco. Y entonces sus recursos están limitados, mientras que los recursos de un banco son potencialmente ilimitados porque el banco crea la moneda. Entonces en esta situación, la intervención del Banco Central remite reviste la intervención de una nación soberana. En un caso podría estar sometida a reglas y por otro lado los volúmenes deben quedar desconocidos para los agentes que deben siempre tener una duda sobre la acción del Banco Central.

En efecto, esta es la única arma con la que dispone el Banco Central en esta situación. Tenemos la asimetría de información y la incertidumbre. La acción del Banco Central en presencia de azar moral no es del orden gerencial, sino que es una política. Y esto permite volver al viejo debate de la política monetaria: "rule versus discretion", porque la teoría neoclásica promulga la idea de que el funcionamiento del Banco Central debería ser regido por reglas automáticas, cuestión que es aberrante en situaciones de crisis financieras. ¿Que paso en el verano 2007? Tenemos que observar en primer lugar que salimos de una situación de 20 años de consolidación del azar moral. Todas las crisis financieras fueron tratadas bajando las tasas y los inversores comprendieron perfectamente que podían contar con una ayuda sistemática y en consecuencia perdieron toda incitación a la prudencia.

Bernanke trata de romper con la práctica de A. Greenspan. Al principio de las crisis, Bernanke se niega a bajar las tasas y se enfrenta a la ira de los inversores. Pero las estructuras objetivas del riesgo sistémico lo obligan a intervenir y entonces a satisfacer a los inversionistas.

¿Como salir del dilema estratégico del azar moral? La consecuencia de la fuerza de las interdependencias financieras y de los vínculos entre finanzas y economía real es que un accidente especulativo puede siempre convertirse en una catástrofe económica general.

Los especuladores ganan mucho durante la burbuja pero cuando la burbuja estalla es una amenaza para toda la economía. Entonces, los poderes públicos tienen que auxiliarlos.

Aquí presento un principio estratégico para salir de esa situación. Parto de la idea de

que cuando la crisis estalla es demasiado tarde. Las fuerzas objetivas de la situación del azar moral y del riesgo sistémico van a funcionar automáticamente y en ese momento nadie puede hacer nada. Es necesario actuar antes, es decir impedir que se forme la burbuja.

Ahora, ¿cómo se forma una burbuja? Por la inyección masiva de capitales en un compartimiento del mercado ¿Y cuáles son los orígenes de esos capitales? Hay dos. En primer lugar los ahorros privados, principalmente de los trabajadores. La segunda fuente son los fondos suplementarios conseguidos del crédito bancario para los inversores.

¿Y que paso a partir de 2003? Las tasas de interés fueron tan bajas que el crédito bancario ha sido una contribución mayor a la especulación. ¿Cómo evitar la formación de la burbuja? Simplemente subiendo la tasa de interés para reducir el volumen de fondos que van a invertirse en la especulación.

Pero también la política monetaria tiene que enfrentar otro dilema que podríamos llamarlo técnico. Si las tasa de interés son altas, se golpea la especulación, pero también la economía productiva. Entonces, el dilema técnico de la política monetaria consiste en que se tiene un único instrumento (la tasa de interés) para servir a dos objetivos: la regulación de la especulación y el financiamiento de la producción.

La propuesta que yo hago para salir de este dilema consiste en llevar una política monetaria desdoblada, que tendría dos tasas de interés distintas. Una tasa de interés que voy a llamar "productiva", reservada sólo para los agentes de la economía real; y una tasa de interés que podría llamarse "especulativa", reservada para los inversionistas y los operadores de los mercados financieros.

Entonces se puede subir la tasa especulativa todo lo que uno quiere y golpear la especulación, sin penalizar la economía productiva.

¿Cómo podría operar esta política monetaria en la práctica? De una manera general hay dos modos de refinanciamiento de los bancos privados al Banco Central: lo que se llama créditos individuales, y el aporte global de liquidez que el Banco Central hace al conjunto del mercado interbancario.

En el caso de los refinanciamientos individuales podemos imaginar refinanciamientos con tasas de interés diferenciadas, a prorrata de los créditos respectivamente prestados por el banco a los agentes de la economía productiva y a los agentes financieros.

Y en el caso de los acuerdos globales, podemos imaginar una prorrata global para todos los bancos, y una reindividualización de los aportes colectivos.

Pero evidentemente uno tiene que ir más lejos todavía. Hay que tener conciencia de la necesidad de una agenda política para luchar contra la desregulación financiera.

En los últimos 20 años, desde la desregulación financiera, no han pasado más de tres años seguidos sin una crisis mayor. En primer lugar en 1987 el crack bursátil, en 1990 el crack inmobiliario en EE. UU. y en Europa, en 1992 la crisis del Sistema Monetario Europeo, en 1993 la segunda crisis del SME, en 1994 la crisis de los tesobonos mexicanos, en 1994 también el crack de las obligaciones de EE. UU., en 1997 la primera crisis internacional (Asia, América latina), en 1998 la segunda crisis internacional (Rusia), en 2001 la crisis en Argentina, en 2000-2003 el crack de Internet, y en 2007 la crisis hipotecaria.

Entonces la pregunta es: ¿cuando la próxima? Y la respuesta es «muy pronto», porque las crisis financieras son el producto necesario del funcionamiento de las estructuras de los mercados desregulados.

Entonces las mismas causas producen los mismos efectos, mientras se mantengan las estructuras que las generan. Es decir que yo pienso más allá de la política monetaria que esboqué hoy. El verdadero desafío para salir del neoliberalismo es poner en el suelo las estructuras de los mercados de los capitales.

Pregunta 1: ¿El déficit de Estados Unidos contribuye a explicar la crisis financiera?

Respuesta: En un primer enfoque diría que no. Ese mecanismo de la crisis inmobiliaria tiene poco que ver con el problema del déficit de EEUU. En cambio, el problema del déficit de EEUU podría ser la causa de una crisis severa próxima. Porque la crisis financiera podría desembocar en una crisis general de confianza frente al sistema norteamericano y también en una crisis monetaria que afectaría al dólar. Ahí el Banco Central estaría en una trampa espantosa. Si el dólar se encuentra en una crisis monetaria severa, la FED deberá elevar la tasa de interés para evita las salidas masivas de capitales; es decir, haría lo contrario exactamente de lo que debería hacer para arreglar la crisis financiera. Yo realmente no deseo que se produzca esto, porque no se que podría pasar.

Pregunta 2: ¿Podría profundizar sobre el doble sistema de refinanciamiento: contratos individuales asociados al sector productivo y reindividualización de contratos globales?

Respuesta: Yo creo que es bastante simple. Hay dos procedimientos de refinanciamiento ante el Banco Central. Primero para los procedimientos de refinanciamientos colectivos, es cierto que es un procedimiento que tiene ventajas para el Banco Central. Tiene la ventaja de manejar la liquidez general del mercado, es decir, es una regulación de la liquidez global. Y al mismo tiempo, cuando el Banco Central interviene de esta manera, se dice que se dirige a la globalidad del mercado, pero de hecho el Banco Central sabe con quién hace las transacciones. Es decir que yo creo que no hay obstáculos de principio en esta reindividualización de esos contratos globales. Lo que me hace preferir esta opción reindividualización de los contratos globales es que la hipótesis alternativa de un financiamiento por medio de un prorrateo global es un poco injusta porque penaliza más a los bancos que tienden a la economía productiva que a los bancos que están orientados a la economía especulativa. Es por esto que yo creo que esta reindividualización es un procedimiento que tendríamos que trabajar más.

Pregunta 3: ¿Habría que darle más importancia a la Banca Pública?

Respuesta: Creo profundamente en la oportunidad de tener bancos públicos en un sistema financiero para una mejor asignación del capital, pero creo que el procedimiento de política monetaria que estoy proponiendo es neutro desde ese punto de vista, o, mas exactamente, si los bancos públicos se comportan como deben comportare, quizás ese es el sentido de tu pregunta, en ese caso tendrían la ventaja porque se refinanciarían a tasas mas bajas para proporciones mas importantes. Y serian más rentables que los bancos privados. Eso seria una paradoja bastante interesante. Y si realmente la competencia tiene un sentido, entonces los bancos privados tendrían que supeditarse al comportamiento de los bancos públicos. Pero en cierta manera es la intención de la política monetaria que estoy proponiendo.

Pregunta 4: ¿Existe la posibilidad de regulaciones más prudentes en los mercados financieros? Y con respecto a la separación del sistema financiero del aparato productivo, ¿la política mas acorde es una fuerte carga impositiva sobre la tenencia de activos financieros?

Respuesta: Quisiera partir de ese sentimiento de escándalo que usted nombró. Y quien yo también comparto. Y ésta es la razón por la que yo me estoy rompiendo la cabeza, para encontrar algo que pueda parar estos escándalos financieros. Y según mi opinión este escándalo consiste en la situación de toma de rehenes del Banco Central por los inversores. Los inversores hacen cualquier cosa. Durante muchos años ganan mucho dinero y cuando la situación se da vuelta los poderes públicos tienen que auxiliarlos. Y aquí es donde yo veo algo escandaloso, incluso desde el punto de vista moral es escandaloso. Así funciona la toma de rehenes por los inversores institucionales. Los inversores institucionales ocupan un lugar en la estructura del capitalismo. De tal manera que dejan a la suerte a la totalidad de la economía para lo peor.

La crisis de 2007 verifica un esquema que ya se produjo en otras crisis en el pasado. Es una crisis de una gravedad extrema que puede tirar por el suelo y la respuesta política a esta situación es "nada". Y este año incluso lo único que se pudo observar, como también se había podido observar en 1998 y en 2001 son llamados a la transparencia que son absolutamente irrisorios. La cuestión cómica (o trágica) es que cuando se produjo la crisis de 1998 la mayoría de los comentaristas dijo: "esta crisis se produjo por la falta de transparencia en los mercados emergentes"; es decir, en los mercados modernos de los países industrializados la transparencia es perfecta y eso no va a pasar nunca. Pero cuatro años más tarde tenemos el caso Enron y las crisis de los valores de Internet, y este año nuevamente la crisis golpea el corazón de mundo supuestamente moderno y transparente. Entonces en este punto quisiera volver a la noción de política monetaria que proponía, porque en cierta medida si nosotros la comparamos con esos llamados irrisorios a la transparencia es una medida extraordinariamente ambiciosa, pero sin embargo en los hechos yo diría que es una medida bastante limitada porque habría que ir todavía más lejos, y es lo que yo traté de decir como conclusión de mi presentación. Hay que atacar directamente las estructuras de la reglamentación financiera, es decir comenzar a encarar un reemplazamiento financiero. Y esta es la única solución para evitar que se reproduzcan indefinidamente este tipo de crisis. Y esto lo digo porque esto podría implicar en un futuro no muy lejano. Yo dije al principio de mi presentación que una crisis financiera nacía cuando acababa una crisis anterior. ¿Y ustedes saben cuándo y dónde podría producirse la próxima crisis financiera, la que comienza a formarse silenciosamente? En los mercados emergentes. La nueva tendencia de los inversores institucionales internacionales es invertir en los mercados de acciones emergentes.

Sobre la separación entre economía real y la economía especulativa, ésta es una especie de separación que trata de reinstaurar la política monetaria que estoy proponiendo. Hay que recordar que luego de la gran crisis de 1998 se tomó una medida radical, estructural que se había llamado el Glass Stigal Act. Era una medida de que consistía en separar herméticamente los bancos comerciales exclusivamente tendientes hacia el financiamiento de la actividad productiva y por otro lado los bancos de inversiones únicamente destinados a los bancos de negocios. Esta separación fue abolida a finales de los años '90 en el gran movimiento de desregulación financiera. La supresión de esta separación fue una catástrofe porque recreó todas las condiciones de transmisión de un shock financiero a la economía real.

El último punto, sobre los impuestos, es una cuestión sobre la que yo tengo algunas

ideas pero esto ya sería una exposición muy larga así que me voy a detener aquí.

Pregunta 5: Teniendo en cuenta que bajar la tasa de interés contribuye a generar la próxima crisis ¿Qué medidas podemos tomar para atenuar la posibilidad de otra crisis?

Respuesta: Bueno, realmente si yo tuviera la respuesta en este momento me apuraría para darla. Pero en esto no tengo muchas ideas. Creo las medidas que se tendrían que tomar en esta materia deberían ser del orden, de una forma o de otra, de control sobre la circulación de capitales. Creo que el modelo que había implementado la economía chilena a finales de los '90 con un sistema de depósitos a corto plazo, a grosso modo, exigía que todos los capitales extranjeros que entraban procedieran a un depósito del 30% ante Banco Central que era confiscado si los capitales se iban antes del año. Esta medida puede ser un poco primitiva pero creo que tiene mucha eficacia sobre el control de la circulación de los capitales. Este es un esquema sobre el se podría profundizar, pero la verdad es que se abre el concurso de buenas ideas.