

Economía Avanzada I

Notas de Clase: Tema 6

Alfredo Schclarek*

28 de julio 2009

Doctorado en Economía
Escuela de graduados
Universidad Nacional de Córdoba

*Departamento de Economía y Finanzas, Universidad Nacional de Córdoba, Av. Valparaiso s/n, C.P. 5000 Córdoba, Argentina; tel: +54 351 4334089, fax: +54 351 4334092; e-mail: alfredo@eco.unc.edu.ar; web: www.cbaeconomia.com.

1. La hipótesis de inestabilidad financiera

1.1. Supuestos previos

- La economía se caracteriza como una economía capitalista con activos de capital costosos y un sistema financiero sofisticado y complejo. El foco es sobre una economía capitalista acumuladora que se mueve a través de tiempo calendario real (modelo dinámico).
- La acumulación de capital es acompañado por intercambios de dinero presente por dinero futuro. El dinero presente paga los recursos que van a la producción de bienes de inversión, mientras que el dinero futuro es la "ganancia" que harán las empresas dueñas del capital.

Es decir, el capital se paga con deuda, que son compromisos de pagar dinero en fechas pactadas o a medida que ciertas condiciones se cumplan.

- El rol del dinero: Los intercambios en el mercado de bienes se da como dinero por bienes y bienes por dinero. Es decir, para que haya una **transacción** es necesario tener *previamente dinero*.

Comparar, por ejemplo, con el modelo de los ciclos económicos reales en donde el intercambio se da como bienes por dinero y dinero por bienes, es decir bienes por bienes. En estos modelos el dinero no tiene un rol fundamental en determinar o restringir los intercambios.

- Las **deudas** de cada agente económico determina una serie de tiempo de *compromisos previos* de pagos. A su vez, los **activos** generan una serie de tiempo de ingresos en efectivo *estimados*.
- Los flujos de **efectivo hacia** las empresas son una respuesta de las **expectativas de ganancias futuras**. Y los flujos de **efectivo desde** las empresas son financiados con las **ganancias realizadas**.
- Por lo tanto, en esta economía capitalista el pasado, el presente y el futuro no solo están determinados por los bienes de capital y las características de la fuerza laboral, sino también por las relaciones financieras.

- Las expectativas sobre las ganancias de las empresas no solo determinan el flujo de contratos financieros sino que también el precio de mercado de los contratos financieros existentes.

Las ganancias realizadas determinan si los compromisos financieros son cumplidos tal y cual fueron estipulados en el contrato suscrito previamente.

- El sistema financiero:
 1. Esta compuesto por bancos y otros intermediarios financieros.
 2. Es un sector que busca ganancias a través de actividades de financiamiento a empresas o a otros bancos.
 3. La innovación financiera asegura las ganancias. Es decir, los bancos tratan de innovar en los activos que adquieren y las deudas que venden.

1.2. La hipótesis

Existen tres relaciones diferentes entre el ingreso y la deuda de los agentes económicos:

1. Agentes Hedge (cubierto):

Son aquellos agentes que pueden afrontar todas sus obligaciones de pago contractuales con su "cash-flow".

Mientras mayor sea la proporción de financiamiento a través de emisión de acciones en la estructura de deudas, mayor es la probabilidad que el agente sea Hedge.

La razón es que los accionistas participan de las ganancias de un proyecto, y por ende están asumiendo y compartiendo los riesgos del proyecto. Esto significa que los montos y el momento de tiempo para cobrar están estrechamente ligados a los montos y el momento en que se devengan los dividendos del proyecto.

2. Agentes Especulativas:

Son aquellos que con su "cash flow" pueden afrontar sus compromisos de pago de intereses pero no del capital.

Este tipo de agentes necesitan refinanciar ("roll over") sus deudas. Por ejemplo, emitir nueva deuda para afrontar la deuda vencida.

Gobiernos con deuda flotante, empresas que emiten bonos y bancos son típicamente agentes especulativos.

3. Agentes Ponzi:

Para los agentes Ponzi el "cash flow" de su operatoria no es suficiente para afrontar los repagos del principal ni los intereses vencidos sobre la deuda.

Este tipo de agentes necesita conseguir liquidez a través de la venta de activos o préstamo de fondos. En el caso de los bancos, estos desearían cobrar sus préstamos y no emitir nuevos préstamos.

Las ventas o préstamos disminuyen el valor de las acciones y de la empresa. También aumenta el riesgo de los tenedores de deuda.

Si la financiación "hedge" (cubierta) domina, la economía se puede representar como un sistema que se auto regula y busca automáticamente el equilibrio.

Mientras mayor es la proporción de financiación especulativa y Ponzi, mayor es la probabilidad que la economía sea un sistema que amplifica los desvíos (desequilibrante).

Teoremas de la hipótesis de inestabilidad financiera:

1. La economía tiene regímenes financieros en donde es estable y otros regímenes en donde es inestable.
2. Durante periodos prolongados de prosperidad, la economía transita de relaciones financieras que llevan a la estabilidad a relaciones financieras que generan un sistema inestable.

A lo largo de un periodo de buenos tiempos, las economías capitalistas tienden a moverse de estructuras financieras dominadas por financiamiento "hedge" (cubierto) a estructuras en donde hay una gran proporción de agentes dedicados a la financiación especulativa y ponzi.

Agentes cuyos "cash flow" disminuye se verán obligados a vender sus activos. Esto puede llevar a un colapso del valor de los activos.

La tranquilidad de estados de pleno empleo llevan gradualmente a la disminución de la percepción del riesgo y un aumento de las expectativas optimistas sobre el futuro.

Durante estos periodos de expansion tranquila las instituciones financieras en su afán de buscar ganancias inventan y reinventan "nuevas" formas de dinero, substitutos de dinero en los portfolios, y técnicas financieras para distintos tipos de actividades.

A medida que la innovación financiera y las expectativas optimistas se desarrollan, hay una mayor demanda de bienes y activos. Los precios de los activos aumentan, dando lugar a oportunidades de ganancia adicionales que atrae nuevos inversores. Esta retroalimentación positiva caracteriza la fase del boom del ciclo, en donde el mayor apetito del riesgo y de nuevos instrumentos financieros hacen que el sistema se vuelva más frágil.

En un determinado punto, algún evento llama la atención de los agentes al alto grado de exposición del sistema al riesgo y una fase de dificultades financieras comienzan.

La mayor conciencia de los mayor riesgos hace que los agentes modifiquen sus portafolios a favor de activos más seguros y liquidos y posponen decisiones de gasto. La demanda excesiva de liquidez y activos de bajo riesgo hace que la burbuja se pinche. Una perdida masiva de riqueza es la consecuencia.

En esta fase contractiva, las expectativas pesimistas son dominantes y la retroalimentación negativa es la regla. Los desarrollos deflacionarios en el mercado financiero llevan a la mayoría de los agentes a problemas de liquidez o a la bancarrota. En todo caso, afecta negativamente las decisiones de gasto.

El consumo privado y la inversión cae empeorando las tendencias deflacionarias. Lo que comenzó como una contracción financiera termina contagiando al resto de la economía: la crisis financiera lleva a una crisis económica sistémica.

La hipótesis de inestabilidad financiera es un modelo de la economía capitalista que no se basa en los shocks exógenos para generar ciclos económicos.

En cambio la hipótesis sostiene que los ciclos económicos se componen de:

- la dinámica interna de la economía capitalista,
- el sistema de intervenciones y regulaciones que están diseñadas para que la economía sea estable.

2. Dos tipos de crisis

2.1. Altas inflaciones y el sistema financiero

Se **define** inflación "alta" cuando la gente la mide en **porcentaje** por **mes** y considera los **índices anuales** como **no** significativos para la toma de decisiones.

La **alta inflación** surge de la **creación** de **dinero** de parte de gobiernos que han perdido el control de sus **finanzas** y están luchando arduamente por **recuperar** ese **control**.

El problema de los gobiernos es que **recaudan** "**poco**" **impuestos** (**no** que "**gastan demasiado**"). Esto se debe a que en un **ambiente inflacionario**, y dado que toma **tiempo** la **recaudación**, el **valor real** de la recaudación **disminuye** considerablemente.

La alta **inflación** genera **incertidumbre** ya que los **niveles** de **precios** se vuelven sumamente **inciertos** más allá de un **horizonte** de un mes o, a lo sumo, un par de meses.

En los **contratos**, este tipo de incertidumbre deja tres **opciones**:

1. intentar controlar la incertidumbre agregada por medio de **cláusulas de contingencia (indexar)**
2. reemplazar los acuerdos de largo plazo con una secuencia de **contratos** más **cortos**
3. **evitar** ciertas categorías de **transacciones**.

Las economías de alta inflación tienden a terminar **operando** en un **estándar triple**:

1. los mercados corrientes para los **activos duraderos** están **dolarizados**.
2. Los **alquileres** de las viviendas y los **salarios** están **indexados** o parcialmente indexados.
3. los mercados mayoristas y minoristas para los bienes de **consumo** y los servicios y los productos intermedios, etc. siguen usando la **moneda nacional**.

Los tres **efectos negativos** más importantes de una **inflación alta** son:

1. Inutiliza a la moneda como **unidad de cuenta**:

Esto perturba aquellas relaciones de principal-agente donde la **rendición de cuentas** (accountability) se hace cumplir **monitoreando** las cuentas que están expresadas en términos monetarios.

Un ejemplo es la **incapacidad** de las empresas de transmitir **información** precisa sobre sus **ganancias** reales al mercado de valores, que por eso se vuelve prácticamente inactivo.

2. Desaparecen los **contratos a largo plazo** denominados en unidades **nominales**:

En inflaciones altas **desaparecen** todos los **mercados** menos los de muy corto plazo.

3. Disminuye la **demanda real** de **dinero**:

Esto genera una drástica **contracción** de la **intermediación financiera**.

La inflación alta **reduce** el **crecimiento** porque la **acumulación** de **capital** productivo **no** puede ser **financiado** por ninguno de los medios normales.

Ni el sistema **bancario**, ni los mercados de **bonos**, ni la **bolsa** funcionarán para **canalizar** recursos sustanciales de **ahorros** a la **inversión**.

2.2. Crisis de deflación

Una crisis de deflación es el **producto** de:

1. un **sistema financiero fragil** (por ejemplo a causa de la Hipótesis de Inestabilidad Financiera)
2. un shock que obliga a una **revaluación hacia abajo** de la **riqueza** en una parte de la economía.

2.2.1. Deflación de deuda y valor activos

Supongamos una economía donde los **prestamos** tienen como **garantía** **activos** reales o financieros.

Supongamos también una **burbuja** del **precio** de los activos que se **pincha**.

La **caída** en los valores de las **garantías** hace entonces que los **bancos** **rechacen** la **refinanciación** de los **prestamos** de corto plazo.

Si los **precios** de mercado **caen desmesuradamente**, algunos prestatarios elegirán el **incumplimiento** y la **quiebra**, y las **ventas apuradas** de los activos dados en garantía agregarán entonces **presión deflacionaria**.

Las consecuencias macroeconómicas se vuelven serias si la **solvencia** de los mismos **bancos** se ve **dañada**.

2.2.2. Deflación de deuda y nivel general de precios (Irving Fisher)

Supongamos inicialmente que la economía tenía un volumen de **crédito interno** con el cual todas las partes estaban satisfechas.

Con una **caída** (shock negativo) en el **nivel general de precios** hará que el **valor real** de la **deuda** sea más **grande** que lo que desean tanto los deudores como los acreedores.

El intento de los deudores de **mejorar** su **flujo de caja** para evitar el default **aumentará** el **exceso de oferta** en todos los mercados de bienes.

Esto, a su vez, **exacerba** la **deflación**, y el valor real de las **deudas** pendientes **crece** todavía más.

El **deudor individual no** tendrá en **cuenta** las consecuencias para la carga real soportada por **otros deudores** debido a sus propios intentos de "salir del pozo".

Esta **externalidad** significa que la realimentación **amplifica** la **desviación**.

Conclusión: Un **shock deflacionario** al sistema se **autoamplifica endógenamente** hasta llegar a una **gran depresión**.

3. Crisis externa

Supongamos que el **mercado de capitales** de un país está inicialmente reprimida (hay **regulación**).

Supongamos ahora que el mercado de capitales se desregula (**liberalización de la cuenta capital**) y se adopta creiblemente un **tipo de cambio fijo**.

Supongamos que esta liberalización hace que la **tasa de interés doméstica aumenta**, y queda por encima de la tasa de interés internacional. Esto significa que la **rentabilidad** de los activos financieros **domésticos** (la tasa de interés doméstica) están por **encima** de la rentabilidad de los activos fi-

nancieros **internacionales**.

Esto implica que existe una **oportunidad de arbitraje** y **entran capitales financieros** para explotar este diferencial de tasa de interés. Su exposición al riesgo consiste fundamentalmente en el riesgo de que la regla sobre el tipo de cambio se altere (es decir, **riesgo cambiario**).

Desde el punto de vista del **inversor internacional individual**, explotar esta oportunidad de arbitraje **no** tiene ningún efecto sobre la sustentabilidad de la regla del **tipo de cambio**. Sin embargo, cuando **muchos inversores** internacionales hacen lo mismo puede haber **consecuencias** macroeconómicas **negativas**.

La entrada de capitales **aumenta** la **liquidez** y el **crédito** de la economía. Como resultado, el **empleo** y la **producción** aumentan.

La **expansion** en la **demanda agregada** lleva a que los **precios aumenten** (en particular en el sector de no transables), lo cual, bajo un tipo de cambio fijo, lleva a una **apreciación del tipo de cambio real**.

La **apreciación real refuerza** la **entrada** de capitales buscando ganancias de la tenencia de activos domésticos. Esta apreciación refuerza el aumento del **crédito** y la **producción**.

El efecto combinado de la **apreciación** del tipo de cambio real y el **crecimiento** económico estimula la **demanda de bienes importados**, al mismo tiempo que las **exportaciones** se **debilitan**.

El **empeoramiento** de la **balanza comercial** junto con el aumento de los **pagos de interés** y **dividendos** a extranjeros resultan en un **deficit** en la **cuenta corriente**.

A medida que empeora el deficit de cuenta corriente, **disminuye** la **credibilidad** de la **regla** del tipo de cambio. Esto hace que **aumenta** la **probabilidad** de una **depreciación** del tipo de cambio nominal.

Esto lleva a una **corrida** sobre el tipo de **cambio**.

El gobierno trata de evitar la fuga de capitales mediante un **aumento** en la **tasa de interés doméstica**.

También trata de mantener el tipo de cambio fijo **interviniendo** en el **mercado** de **divisas**, por lo que las **reservas** internacionales del banco central **disminuyen**.

Finalmente, el tipo de **cambio fijo** es **abandonado** y se da una **devaluación grande**, que lleva a una crisis externa y financiera.

3.0.3. Deflación de deuda y dolarización de pasivos

Consideremos el caso donde el flujo de capital a un determinado país se revierte de modo que su tipo de cambio comienza a **depreciarse** de un modo **significativo**.

Esto puede ocurrir por la inquietud de la solvencia del sector privado o del gobierno o por el caso descrito anteriormente.

Si el **sector privado** está endeudado en dólares (**dolarización de pasivos**), puede seguir un arrebato por **conseguir** los **dólares** para liquidar las deudas antes de que el tipo de cambio se deprecie más.

Esto **amplificará** la **depreciación** y empeorará las cosas.

Si el tipo de cambio se deprecia mucho, muchas de las **deudas dolarizadas** **no** podrán ser **honradas** ya que las empresas **cobran** en **pesos**, especialmente las empresas del sector no transables.

Esto lleva a que muchas **empresas quiebren**.