La crisis

Luis Carlos Palacios
Febrero 2009

La recesión mundial podría ser más profunda y duradera que lo hasta hace algunos meses era previsible. Comenzó con un evento que parecía relativamente aislado, en el mercado hipotecario de los EEUU, y se ha ido propagando, llevando a la recesión a prácticamente todas las economías desarrolladas y afectando seriamente el ritmo de crecimiento de las economías emergentes. La preocupación actual es evitar una nueva Gran Depresión.[1]

Como manifestó Oliver Blanchard-el Economista Jefe del Fondo Monetario Internacional-a fines de enero del presente año: "Ahora esperamos que la economía llegue virtualmente al estancamiento", refiriéndose al comportamiento de la economía mundial en 2009, y este mes la Reserva Federal anunció nuevas estimaciones negativas para los EEUU. Blanchard es un destacado economista, profesor de MIT, con aportes intelectuales significativos,[2] considerado como uno de los integrantes de los "nuevos keynesianos", el movimiento intelectual que rescató parte de las tesis Keynes para la teoría económica contemporánea.

Para tener una idea de las características de la crisis y de las políticas que podrían aplicarse para enfrentarla es útil referirse a dos textos de Blanchard, *The Crisis: Basic Mechanism, and Appropriate Policies* (Diciembre, 2008), orientado a analizar los orígenes de la crisis y los canales de transmisión financiera; y un documento colectivo, *Fiscal Policies for the Crisis* (Diciembre, 2008),[3] donde se analiza con algún detalle las características de los estímulos fiscales que se podrían instrumentar. Y, por supuesto, tienen peso considerable las opiniones de Krugman, quien desde los primeros síntomas de la recesión ha argumentado acerca de la necesidad de acciones rápidas y estímulos fiscales fuertes para evitar una profunda depresión.

La perturbación inicial

En lo que sigue se presenta un resumen personal, con comentarios, del análisis que se realiza en estos documentos. Según Blanchard la relación entre la perturbación inicial que "disparó" la crisis, las pérdidas de los préstamos hipotecarios *subprime* en los EEUU, y la gravedad de las consecuencias, revela la importancia de los canales de transmisión en un mundo globalizado. En Octubre de 2007 las pérdidas de los préstamos hipotecarios *subprime* y seguros relacionados se estimaron en alrededor de

[1] La depresión de los años treinta de siglo pasado.
[2] Por ejemplo, la consideración de mercados de competencia imperfecta donde existen externalidades a través de la demanda global, la llamada *externalidad de la demanda agregada*. (Blanchard, O. J. y Kiyotaki, N., "Monopolistic competition and the effects of aggregate demand", *American Economic Review*, 1987). Keynesianos "ortodoxos", como Tobin, consideran a los "nuevos keynesianos" alejados del verdadero pensamiento de Keynes, posiblemente por la importancia metodológica que dan de optimización ínter temporal.
[3] Se trata de un documento del FMI, firmado además por Spilimbergo, Symansky y Cottarelli.

US$ 250 billones (americanos).[4] El pronóstico de pérdida en el producto mundial (estimado en 2008) relacionado con la crisis hasta el año 2015 podría alcanzar US$ 4.700 billones, evaluado por el FMI como la desviación esperada del producto respecto al comportamiento de su tendencia en todos los países entre 2008-2015. Es decir, casi 20 veces el valor de la pérdida hipotecaria inicial. Las pérdidas de valor en el mercado mundial de acciones para julio de 2007 eran US$ 26.400 billones, aproximadamente 100 veces más que la perturbación inicial, y desde 2007 la caída ha continuado representando un auténtico *crash*. La pregunta a responder es obvia: ¿Cómo es posible que un evento relativamente limitado y localizado (la crisis de los préstamos hipotecarios) pueda tener efectos tan dramáticos en la economía mundial?

La respuesta de Blanchard, con las salvedades del caso, está en las condiciones iniciales que acompañaron la crisis de las hipotecas *subprime* y las características de los canales de transmisión en un mundo altamente interrelacionado.

Las condiciones iniciales

En términos generales las condiciones iniciales habría que buscarlas en el auge y "explosión" de la "burbuja" inmobiliaria de los años 2000s, acompañada por la evolución que ha tenido el sistema financiero internacional y el resto de las relaciones económicas, donde la globalización ha potenciado la interdependencia y por tanto la posibilidad que perturbaciones locales puedan propagarse en forma extensa y profunda. Como indica en *The Crisis*: *Basic Mechanism, and Appropriate Policies,*

"Sospecho que la explicación fundamental es mas general. La historia nos enseña que un ambiente económico benigno a menudo conduce al *boom* de créditos, tanto a la creación de activos marginales como a la emisión de créditos marginales. Los prestatarios y los prestamistas observan la reciente distribución de los retornos y se hacen más optimistas, posiblemente demasiados optimistas en relación a los retornos futuros. Ciertamente en los 2000s el ambiente era benigno en la mayor parte del mundo, con crecimiento sostenido y bajas tasas de interés. En los EEUU tanto los prestatarios como los prestamistas podían referirse al hecho de que los precios de la vivienda habían crecido todos los años desde 1991, aún durante la recesión de 2001."

El planteamiento de Blanchard limita las condiciones iniciales a elementos relacionados con el estallido de la "burbuja" inmobiliaria. Sin embargo, desde una perspectiva más amplia, posiblemente habría que incluir los desbalances internacionales, representados fundamentalmente por el importante déficit en cuenta corriente de los EEUU (con importantes déficit comerciales con China), su financiamiento y el impacto del auge de los precios del petróleo de 2003 hasta mediados del año pasado.

En forma más específica las condiciones iniciales que subraya Blanchard son cuatro. Primero, la creación de préstamos hipotecarios cuya percepción de riesgo era mucho menor al que realmente tenían. Estuvo ligada a una hipótesis que descartaba bajas en los precios de la vivienda, y bajo esta premisa, la mayoría de los préstamos hipotecarios *subprime* parecían tener poco riesgo. Sin embargo, al "estallar" la "burbuja" inmobiliaria con la caída correspondiente de precios, el riesgo mostró su rostro verdadero.

[4] En el artículo los términos "billones" y "trillones" se emplean a la manera de los EEUU, indicando respectivamente mil millones y billones en español.

Segundo, los mecanismos de aseguramiento conducían a una situación donde resultaba muy difícil evaluar el valor de los activos que las instituciones financieras adquirían. Los mecanismos de aseguramiento novedosos comenzaron mucho antes, pero su escala cambió en la última década; a mediados de 2008 más del 60% de los préstamos hipotecarios estaban asegurados por mecanismos que hacían difícil y complejo evaluar su valor en el balance de las instituciones financieras. Aquí, habría jugado un papel importante las características de estos mecanismos. Las hipotecas inmobiliarias fueron reunidas o compactadas para formar instrumentos de seguros basados en hipotecas (los llamados MBS), y fueron después "separados" (*tranched*) para ofrecer a los inversores instrumentos de seguros derivados (CDO), a distintos niveles de riesgos, no sólo una vez sino en un proceso donde los instrumentos derivados sirvieron de base para nuevos instrumentos derivados. Quizá se puede argumentar que este camino mejoraba la localización del riesgo, al distribuirlo en múltiples instituciones. Sin embargo, este argumento no toma en cuenta dos aspectos que resultaron cruciales: La complejidad y diversificación estuvo acompañada de opacidad creciente. Mientras resulta relativamente fácil evaluar un MBS, es mucho más difícil evaluar el valor de los instrumentos derivados (CDO), y aún más los derivados de los derivados, de manera que el riesgo de las hipotecas iniciales se transformó en una gran incertidumbre acerca del valor de los derivados. Al mismo tiempo, el hecho que los instrumentos fueran adquiridos por un gran número de instituciones financieras implicaba que esta incertidumbre se trasladaba también a sus hojas de balance, es decir, potencialmente colocaba en duda la viabilidad de buena parte del sistema financiero.

Tercero, el aseguramiento diversificado y la globalización no sólo incrementaron la interdependencia entre instituciones financieras de los EEUU, sino también entre instituciones de los distintos países. Por ejemplo, según la estimación que Blanchard presenta, los títulos americanos de la banca de los cinco países más avanzados distintos a los EEUU, es decir, de la banca extranjera, pasaron de US$ 6,3 trillones en el año 2000 a US$ 22 trillones en junio de 2008.

Cuarto, el incremento del apalancamiento por parte de las instituciones financieras, el financiamiento con proporcionalmente poco capital. Si bien ello está asociado a la situación benigna de los 2000s y a la subestimación del riesgo, un aspecto importante fueron los "agujeros" de la regulación. Se permitió a los bancos reducir el capital requerido y mover parte de sus activos fuera de las hojas de balances en los llamados "Structured Invesment Vehicles (SIV)". Tomando como ejemplo al Citigroup, en 2006 el valor de los activos fuera de balance fue de US$ 2,1 trillones, excediendo el valor de sus activos en la hoja de balance, US$ 1,8 trillones. Además, el problema se presentó más allá de las instituciones financieras reguladas. La implicación de este tipo de financiamiento es clara, aumenta la incertidumbre y la posibilidad de insolvencia en las instituciones financieras cuando los activos de estas pierden valor, y esto fue justamente lo que sucedió. El sistema financiero, no sólo de los EEUU, se encuentra en serios problemas con disminuciones impresionantes de su capital.

Los mecanismos de amplificación

Tomando en cuenta estas condiciones y la caída de los precios de la vivienda, la pérdida inicial de las hipotecas *subprime* se amplificó a través del sistema financiero por dos mecanismos: La versión moderna de las "corridas" bancarias y la necesidad que tienen las instituciones financieras de mantener una tasa adecuada de capital.

En forma resumida el capital de las instituciones financieras es la diferencia entre el valor de sus activos y pasivos. Bajo la condición de que el capital es positivo (los activos superan a los pasivos) la institución es solvente, y si la diferencia se hace negativa la institución se torna insolvente. Así, cuando se incrementa la probabilidad de que el valor de algunos activos baje en forma apreciable, la pérdida esperada y la incertidumbre asociada en lado de los activos de la hoja de balance se incrementa en forma importante. El valor del capital se hace menor y más incierto, incrementándose la posibilidad de insolvencia. En el caso específico de la crisis de las hipotecas *subprime*, al bajar los precios de la vivienda y perder valor o hacerse inciertos los activos de las instituciones financieras asociados a los préstamos, aumentó en forma importante la probabilidad de la insolvencia.

Las "corridas" bancarias del pasado se caracterizaban porque los ahorristas y los inversionistas sacaban sus fondos de aquellas instituciones financieras que percibían como endebles, que podían hacerse insolventes. Hoy, parte de los depósitos están asegurados y básicamente las instituciones financieras se financian en el mercado monetario.

Sin embargo ello no impide que se presente un fenómeno análogo a las "corridas" del pasado: las instituciones que se perciben con alta probabilidad de hacerse insolvente no consiguen financiamiento en el mercado monetario, con la consecuencia de que venden parte de sus activos inciertos para intentar reforzar su hoja de balance. Al tratarse de un fenómeno que abarca a muchas instituciones (una situación de carácter macroeconómico) son pocos los inversionistas que desean arriesgarse comprando activos inciertos, tomando en cuenta además que se trata de activos que por su opacidad y complejidad son difíciles de evaluar. Ello conduce a que las instituciones financieras más comprometidas vendan activos por debajo del valor esperado de los ingresos que podrían proporcionar, esto es, a "rematarlos".

Estas ventas tienen un efecto de bola de nieve. El "remate" de activos inciertos por parte de algunas instituciones contribuye a reducir el valor de activos de todas las instituciones que tienen en sus hojas de balances activos similares, que no sólo son inciertos sino que se caracterizan por su opacidad, provocando la ampliación de los "remates". Como las instituciones tienen un apalancamiento alto, poco capital en relación a los activos, la probabilidad de la insolvencia aumenta, incrementándose a su vez la posibilidad de nuevas "corridas", generándose un proceso particularmente fuerte de propagación y amplificación de los "remates" iniciales.

En el mismo sentido actúan los requerimientos de capital de las instituciones financieras. En una situación donde se eleva el riesgo y la posibilidad de insolvencia, con apalancamiento alto, deben vender a precios bajos activos riesgosos para obtener activos con pocos riesgos (o líquidos), o conseguir inyecciones de nuevo capital, lo que es difícil dadas las circunstancias. El análisis del FMI muestra como la crisis que comenzó con las hipotecas *subprime* en 2007 ha ido contagiando a las distintas instituciones financieras, el crédito, y en 2008, a los mercados emergentes.

La propagación a la actividad real y a los mercados emergentes

La crisis financiera tiende a reducir los préstamos que conceden las instituciones financieras, que se hacen más riesgosos. Los estándares para nuevos préstamos se elevan, conduciendo a una situación de "racionamiento" del crédito, lo cual afecta en

forma importante a la actividad real. Blanchard presenta un índice de los estándares de préstamos de la banca en los EEUU y el Área del Euro, tanto para préstamos inmobiliarios como industriales, donde muestra como a partir de comienzos de 2008 los estándares de crédito se elevaron en forma importante con el consiguiente "racionamiento" de créditos a la actividad real.

Por un tiempo parecía que los mercados emergentes podrían estar protegidos del contagio. El "premio" (relativo al del gobierno de los EEUU) que los gobiernos de los mercados emergentes tenían que pagar era bajo y no se incrementó mucho. Sin embargo, la situación cambió dramáticamente en 2008. En el proceso de "despalancamiento" los bancos de los países avanzados redujeron su exposición en los mercados emergentes, cerrando líneas de créditos y repatriando fondos. Además, los países emergentes fueron impactados por la caída de sus exportaciones, asociada a la recesión. En consecuencia, los países emergentes se encuentran en una situación donde no sólo tienen problemas de crédito sino además tienen presión en las cuentas externas.

Los efectos de la crisis financiera sobre la actividad real fueron inicialmente limitados. Sin embargo, los bajos precios de la vivienda, la caída de las acciones en el mercado accionario, el alza del riesgo y el "racionamiento" del crédito comenzaron a causar impacto en la actividad real en 2007, situación que se profundizó en 2008. La preocupación por una depresión análoga a la Gran Depresión, condujo a una caída dramática del valor de las acciones, de la inversión y del consumo, y abrupta de la confianza. Es decir, la evolución de la crisis condujo a una reducción muy importante de la demanda, con alto desempleo. La mayoría de las economías desarrolladas tuvieron en 2008 crecimiento negativo y el pronóstico para 2009 es que continúe el descenso, con las economías emergentes crecimiento mucho menos que en el pasado: Claramente el mundo está en una situación de crisis económica profunda.

Las políticas financieras

Obviamente la situación de la economía mundial requiere acciones tanto en el área financiera como en la fiscal. El sistema financiero debe ser reparado y son imprescindibles políticas fiscales expansivas para reanimar la demanda agregada. En la introducción del documento *Fiscal Policies for the Crisis* se señala,

"La crisis mundial requiere dos tipos de políticas. Las primeras orientadas a reparar el sistema financiero, y las segundas orientadas a incrementar la demanda y restaurar la confianza."

Desde el punto de vista del sistema financiero, las políticas se han concentrado en contrarrestar el impacto de los mecanismos de amplificación. Para contrarrestar las "corridas" de nuevo tipo los bancos centrales deben proveer liquidez al sistema financiero como contrapartida de activos, tratando de evitar el "remate" de los mismos. Esto es exactamente lo que los bancos centrales han estado haciendo, funcionando como "prestamistas de última instancia". Desde mediados de 2008, la Reserva Federal de los EEUU ha desarrollado una política particularmente agresiva de suministro de liquidez y como resultado la base monetaria se incrementó de US$ 841 billones en Agosto de 2008 a US$ 1.433 billones en Noviembre, un incremento de US$ 592 billones en cuatro meses.

La provisión de liquidez contrarresta las “corridas” pero no corrige el problema de la capitalización de la banca. La prescripción de Blanchard es “limpiar” al sistema financiero de los activos “malos” (o potencialmente “malos”) a través de la venta o tomar activos financieros directamente por los estados, teniendo como contrapartida dinero o bonos. Al evaluar los activos es posible que algunas instituciones se muestren como insolventes y habría que cerrarlas o estatizarlas (nacionalizarlas), como en efecto ha ocurrido en varios casos. Posiblemente la mayoría sea viable, con un balance positivo, pero con capital limitado y deberían ser recapitalizadas rápidamente, a través de fondos públicos o una combinación de fondos públicos y privados, como contrapartida de acciones de las instituciones financieras. Esto es, los gobiernos deben actuar rápidamente para “limpiar” el sistema financiero, y una vía a optar podría ser la nacionalización de instituciones financieras, al menos por un tiempo.

Aunque los gobiernos y los bancos centrales percibieron inicialmente la crisis como una de liquidez, en el verano de 2008 se apreció con claridad que la baja capitalización de las instituciones financieras era un problema grave. En Octubre de 2008 en los EEUU se introdujo el programa “Trouble Asset Relief Program (TAR)”, permitiendo al Tesoro comprar activos o inyectar capital hasta por US$ 700 billones. A fines de Octubre los países desarrollados acordaron un programa financiero con el mismo perfil. Francia se comprometió a gastar hasta 40 billones de Euros, Alemania hasta 80 billones de Euros y el Reino Unido hasta 50 billones de Libras. Los programas han tenido distintas suertes, con cambios de dirección, dado que la complejidad del problema es enorme, lo que ha causado retrasos y persistencia de la incertidumbre.

El estímulo fiscal

Como el espacio para políticas monetarias expansivas es reducido (la tasas de interés son mínimas), el papel central para estimular la demanda debe estar basado en la política fiscal. Al respecto el documento *Fiscal Policies for the Crisis* indica,

“El paquete fiscal óptimo debe ser oportuno, grande, diversificado, contingente, colectivo y sustentable: Oportuno, porque la necesidad de acción es inmediata; grande, porque el actual y esperado decrecimiento de la demanda privada es excepcionalmente grande; contingente porque para reducir la percepción de otra Gran Depresión se requiere el compromiso de hacer más si ello es requerido; colectivo debido a que cada país con espacio fiscal debe contribuir; y sustentable, en el sentido de que no debería conducir a la explosión de la deuda y a reacciones adversas del mercado financiero. En las actuales circunstancias, el incremento del gasto y reducciones focalizadas de impuestos y transferencias son las que permitirían tener mayor efecto multiplicador. Recortes generales de impuestos o subsidios, para consumidores o firmas, tendrían un efecto multiplicador menor”.

Del análisis crisis pasadas, especialmente la de Corea en 1997, Japón y los países Nórdicos en los 1990s, la Gran Depresión de los 1930s y la crisis de los EEUU en los 1980s; el documento extrae varias conclusiones fundamentales. Primero, la resolución de la crisis financiera es una condición necesaria para evitar la profundización o prolongación de la crisis general, y en esta área se debe actuar rápida y decididamente. El caso de Japón representa el arquetipo de una crisis excesivamente prolongada por falta de enfrentar decididamente el problema financiero. La política fiscal expansiva después del estallido de la “burbuja” inmobiliaria japonesa falló en obtener una recuperación sostenida debido a que se permitió que el sistema financiero continuase en

una situación precaria. Segundo, el estímulo fiscal no sólo es recomendable sino necesario cuando la crisis financiera afecta en forma aguda a la actividad real. Y tercero, la eficacia del estimulo fiscal depende, en medida apreciable, de tomar en cuenta las características específicas de las economías. Según las estimaciones del FMI de finales de 2008, los paquetes de estimulo fiscal colectivo debería alcanzar cuando menos el dos por ciento del producto mundial.

En relación a la composición del estímulo fiscal el documento ofrece un conjunto de recomendaciones. Dado a que la crisis posiblemente será prolongada y se requiere acción rápida, el estímulo debe privilegiar el gasto sobre la reducción de impuestos, posiblemente con un componente de inversión en infraestructura importante. Así mismo, la expansión del gasto debe ser parcialmente reversible, compatible con una situación viable a mediano plazo-largo plazo; y las reducciones de impuestos deben ser focalizadas, orientadas a aquellos sectores con propensión marginal al consumo alta.

Algunos aspectos conceptuales

La visión actual de buena parte de los economistas coincide, *grosso modo*, con la de Blanchard. Ante el temor de una nueva Gran Depresión, pareciera que ideas de Keynes, como el Ave Fénix, han resucitado de sus cenizas; vuelven llenas de respetabilidad después que los "nuevos clásicos" (Lucas) y posteriormente las tesis del "ciclo real" (Kydland y Prescott) presuntamente las habían relegado a ser un capitulo olvidado de la historia del siglo XX. En este sentido, quizá valga la pena comentar algunos aspectos de las tesis de Keynes importantes en la actual situación.

Una idea central de Keynes es que la economía no tiene un mecanismo automático para alcanzar el equilibrio sin desempleo: puede entrar en una dinámica recesiva con alto desempleo sin que automáticamente se produzca una corrección. El principio de la demanda efectiva indica que existen dos elementos claves en el producto, el consumo y la inversión.[5] Si bien el consumo es relativamente pasivo, su comportamiento depende de la evolución de ingreso, la inversión tiene un comportamiento incierto y altamente volátil. Aunque el gasto de inversión dependería de la ganancia esperada (la "eficiencia marginal del capital" de Keynes) y de la tasa de interés, que determina el costo de los préstamos; las decisiones de invertir son muy difíciles de hacer. Representan gastos presentes en maquinarias, equipos o edificaciones que se realizan para posibles ventas y ganancias que están en el futuro, el cual según Keynes es inevitablemente incierto. La inversión, que conecta el presente con el futuro, depende de "nuestras visiones del futuro del cual sabemos tan poco" (Keynes, *La Teoría General*), colocando el comportamiento futuro de la economía en la incertidumbre. Dada esta incertidumbre, la inversión depende en gran medida de los "*animal spirits*", un entorno de opiniones y sensaciones generales que rodea a los inversionistas. Una vez que se pierde la confianza en el desempeño futuro, la economía puede caer en un ciclo recesivo profundo. Sin intervención decidida por parte del estado para reanimar la demanda agregada, la economía no podría salir de la recesión o depresión, al menos en el corto plazo. Akerlof y Shiller (2009), en *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, enfatizan el rol de la confianza;

"El mismo término *confianza* –implicando un comportamiento que va más allá del enfoque racional-indica porque juega un papel de mayor importancia en la

[5] En una economía cerrada y dado el gasto de gobierno.

macroeconomía. Cuando las personas tienen confianza, salen y compran; cuando no la tienen se retiran y venden. La historia económica está llena de estos ciclos de confianza seguidos de retiradas."[6]

Se pueden dar situaciones extremas, una es la *trampa de la liquidez*, donde la política monetaria no tiene efectividad para reanimar la demanda agregada. De acuerdo a la versión "ortodoxa" de la *Teoría General*,[7] a tasas de interés bajas, las que se pueden esperar que prevalezcan cuando existe recesión, la demanda especulativa de dinero puede hacerse perfectamente elástica a la tasa de interés, o cercano a ello, aumentando los saldos líquidos sin que las expansiones monetarias tengan efecto para reanimar la demanda agregada. Aunque Keynes consideró la trampa de la liquidez sólo una posibilidad teórica, algunos economistas suponen que hoy las economías desarrolladas se encuentran en una situación semejante. De allí el énfasis en estímulos fiscales de magnitudes considerables basados en aumento de los gastos.

Sea cual fuera la validez de esta opiniones, es claro que la crisis ha dado nueva relevancia a tesis de Keynes. Posiblemente, como decía Skidelsky, porque hay aspectos de las mismas difíciles de rechazar y que resultan apropiadas en situaciones como la actual. Especialmente la idea del carácter incierto del futuro y la posibilidad de recesiones profundas, con recomendaciones claras de cómo actuar para buscar la recuperación.

La potencial recuperación

Una cosa son las recomendaciones de economistas o de organismos asesores y otra la realidad de las políticas que se implementan, donde existen controversias y dificultades. El FMI estima que la recuperación se podría iniciar en 2010, pero este organismo ha tendido a cambiar sus estimaciones y hoy supone que la recesión será más profunda que hace unos meses. Su último *World Economic Outlook* (enero 2009) estima que el producto mundial caerá medio punto porcentual este año, básicamente en los países desarrollados, lo que implica una revisión a la baja de aproximadamente 1 y ¾ puntos porcentuales respecto a las estimaciones de noviembre de 2008. La nueva estimación supone que el estímulo fiscal de los países del G-20 será aproximadamente de 1,5 puntos porcentuales de su producto, con un déficit fiscal de aproximadamente 7% del producto.

---

[6] Ackerlof y Shiller se refieren a la etimología del término *confianza*, el cual viene del latín e indica en una de sus acepciones depositar la fe en algo o alguien. Ackerlof es un conocido keynesiano que siempre ha destacado la incertidumbre acerca del futuro como uno de los aspectos centrales de las tesis de Keynes. Una posición similar tiene Shackle, y ciertamente este es un aspecto central de la visión de Keynes. Sin embargo, el propio Keynes hizo grandes elogios a Ramsey por su contribución (en 1928) al problema de cómo distribuir el ingreso entre consumo e inversión para alcanzar un crecimiento a largo plazo óptimo, enfocándolo como un problema de optimización dinámica, que en alguna manera supone que es posible avistar el futuro y evaluar la utilidad que proporciona el consumo en forma ínter temporal. En 1930, refiriéndose al trabajo de Ramsey, Keynes escribió, "*..una de las más destacadas contribuciones a la economía matemática que jamás se han hecho, tanto en relación a la importancia intrínseca y dificultad del tema, la potencia y elegancia del método empleado; como por la pureza de la iluminación de la mente del escritor que el lector siente al considerar el tema.*"

[7] Básicamente la contribución de Hicks (1937), *Mr. Keynes and the "Classics"* y el conjunto de economistas que en EEUU formalizó las tesis de Keynes, el llamado modelo IS-LM.

Como era de esperar, políticos de orientación "neo clásica" (influidos por las tesis de los "nuevos clásicos" y del "ciclo real",[8] o más bien, por versiones divulgativas de las mismas) son poco partidarios de impulsos fiscales fuertes y, dentro de las alternativas fiscales, prefieren la reducción de impuesto en forma generalizada al aumento del gasto. Por otra parte, economistas como Krugman y Stiglitz suponen que el nuevo paquete de estímulo fiscal de los EEUU por casi US$ 800 billones (que debería ser una pieza clave para la eventual recuperación) es insuficiente y que se debería actuar en forma más contundente para "limpiar" al sistema financiero; aún tomando en cuenta el actual déficit fiscal.

Krugman, en su contribución al *The New York Times* titulada *Failure to Rise* (12/2/009) precisa el punto sobre el estímulo fiscal, "*La Oficina Presupuestaria del Congreso, usualmente poco dada a la hipérbole, estima que durante los tres próximos años podría existir una brecha de US$ 2,9 trillones entre lo que la economía puede producir y lo que en realidad produciría.*[9] *Y aunque US$ 800 billones parezca mucho dinero, no se acerca al mínimo necesario para superar la brecha.*"

Posteriormente, en su contribución al mismo diario, *Who'll Stop the Pain?*(19/2/009) cita parte de las minutas de la última reunión de la Reserva Federal, "*Todos los participantes anticiparon que el desempleo permanecerá sustancialmente por encima de su tasa de largo plazo al final del 2011, aún sin otros shocks económicos; algunos indicaron que se necesitarán más de cinco o seis años para que la economía converja a su trayectoria de largo plazo caracterizada por tasas de crecimiento del producto y empleo sustentables, y una tasa de inflación apropiada.*"

Las dificultades son múltiples e importantes, no sólo en relación a la política económica inmediata. Los desbalances internacionales son significativos y requieren corrección en un horizonte temporal no muy lejano. Puede esperarse que los EEUU intenten reconstruir parte de su base industrial, reducir su dependencia petrolera externa y la crisis podría elevar mundialmente las presiones proteccionistas. En síntesis, aunque hay diagnósticos de cómo enfrentar la situación y pocas dudas del potencial de renovación, no parece que existiese "un camino real" o expedito para la recuperación.

[8] En estos esquemas los mercados son competitivos, las perturbaciones tienden a ser tecnológicas o institucionales y existen mecanismos de ajustes automáticos a través de la flexibilidad de precios.
[9] La brecha con el producto potencial.

.