

LAS CAUSAS PROFUNDAS DE LA CRISIS

En el fondo de la crisis financiera están los desequilibrios globales, en especial el enorme déficit de cuenta corriente de EU y el gran superávit de China



Una empleada bancaria cuenta billetes en Shenyang, en la provincia de Liaoning, en el noreste de China. Un alto ejecutivo del banco central del país asiático recientemente rechazó el señalamiento del nuevo secretario del Tesoro estadounidense, Timothy Geithner, de que Pekín manipula su moneda ■ Foto Ap

Si se le pregunta a alguien qué causó la crisis financiera y económica, lo más probable es que mencione cierta mezcla de avaricia e incompetencia. Los directivos bancarios han sido fustigados por su avidez de honorarios, por conceder préstamos imprudentes y por no haber atendido los riesgos que corrían sus instituciones. Los reguladores han sido acusados de no supervisar. Los banqueros centrales, alguna vez aclamados por mantener bajo control la inflación y los ciclos de negocios, han dejado de ser celebrados.

Es probable que pocos culpen a los “desequilibrios globales”: el modelo de enormes y persistentes déficit de cuenta corriente en Estados Unidos (EU) y, en menor grado, en Gran Bretaña y otras economías ricas, combinado con superávit en algunos mercados emergentes, en especial China. Es evidente el daño que los controles relajados, los incentivos perversos y una regulación pasiva hicieron al sistema financiero. Sin embargo, atrás del desorden estaba el problema de los desequilibrios. Cada vez más políticos y académicos creen que éstos están en la raíz de la crisis financiera.

Durante mucho tiempo los economistas temieron que a EU lo arruinara el préstamo extranjero. La cuenta corriente, que mide el equilibrio de inversión y ahorro, ha estado en números rojos desde 1992. Hasta 1997, el déficit anual de ahorro fue modesto, pero creció con regularidad a partir de entonces, alcanzando un pico de 788 mil mdd, o 6% de PIB, en 2006. EU tuvo que solicitar crédito extranjero o vender activos —partes, obligaciones, propiedades— para compensar la serie de déficit. Los déficit no tienen que ser ruinosos, sobre todo si financian la inversión productiva; pero a los economistas les preocupa que, como el consumo endeudó al país, los extranjeros estén menos dispuestos a prestarle. Esto podría conducir a un abrupto congelamiento del crédito y al desplome del dólar.

Misterios y explicaciones

Los déficit reflejaron una caída del índice de ahorros mayor que el crecimiento del índice de inversión. Para financiarlos, EU absorbió ahorros del extranjero de los cuales no podía depender para siempre. El dólar comenzó a bajar gradualmente a partir de 2002, pero el déficit de

cuenta corriente creció. Hubo otros misterios: las tasas de interés a largo plazo deberían haberse recuperado hasta reflejar la escasez de ahorros y la preocupación por el dólar. Pero incluso cuando la Reserva Federal (Fed) comenzó a elevar tasas a corto plazo, a mediados de 2004, las tasas a largo plazo disminuyeron. En febrero de 2005, el presidente de la Fed, Alan Greenspan, expresó ante el Congreso que eso era un “enigma”.

Este fenómeno estimuló una nueva reflexión sobre los desequilibrios globales, para tratar de entender que países pobres estuvieran tan dispuestos a enviar sus ahorros a países ricos como EU y Gran Bretaña. En 2005, Ben Bernanke, actual presidente de la Fed y entonces uno de sus gobernadores, sostenía que el bajo ahorro de EU era una respuesta pasiva a la “superabundancia de ahorro” global que llegaba hasta sus costas. No era que EU hubiese succionado el capital extranjero; sino que más bien el capital lo había propiciado. Los desbordantes ahorros extranjeros impulsaron al alza los precios de los bonos gubernamentales, redujeron las tasas de interés y elevaron los precios inmobiliarios. Eso alentó a los estadounidenses a agotar sus ahorros y seguir gastando.

Conforme los académicos hallaban nuevas teorías para explicar la superabundancia de ahorros, disminuyó su ansiedad por los desequilibrios que produjeron. Los mercados financieros más desarrollados se encontraban en EU, así que este país era el destino natural para ahorradores extranjeros en busca de inversiones seguras. EU no podía tener déficit por siempre, pero el día del juicio final se veía muy lejano. Los estadounidenses obtenían rendimientos mucho más altos por sus inversiones en el extranjero que las que obtenían los extranjeros por sus activos estadounidenses. Esto y

la debilidad del dólar evitaron que aumentara el endeudamiento extranjero.

Tanto los apesadumbrados de la vieja escuela como los optimistas de la nueva escuela acertaron en algunos elementos y erraron en otros. “La crisis del dólar, pronosticada por la opinión general, es la única que no ha sucedido”, dice Pierre-Olivier Gourinchas, de la Universidad de California en Berkeley. En las profundidades de la crisis financiera de octubre, el dólar se recuperó contra la mayoría de las divisas. EU no fue apartado del financiamiento externo. Pero igualmente hubo una crisis —como los pesimistas previeron— que ha minado uno de los pilares del pensamiento optimista: que EU es un faro de estabilidad financiera.

Hay señales de un consenso entre estas dos escuelas. Un puñado creciente de economistas coincide en la probabilidad de que persistan las fuerzas detrás de los flujos de ahorros desde mercados emergentes. La perseverante sed de activos en dólares, aunque sean saludables, sugiere que EU seguirá siendo un imán para el capital global. Pero la creencia de que su sistema financiero podía manejar de manera indefinida enormes flujos de ahorro ha caído por tierra. Kenneth Rogoff, de la Universidad Harvard, que había advertido de una eventual recuperación, cree que con 800 mil mdd de flujos de capital netos que llegarán a EU en el término de un año, será quizás inevitable cierta flexibilidad de las normas reguladoras y crediticias. Lo preocupante ahora es que, si no se evitan los desequilibrios, con el tiempo podrían propiciar otra calamidad.

La superabundancia de ahorros se tambalea. En 1996, un año antes de que la crisis asiática financiera comenzara, economías designadas por el FMI como emergentes, en desarrollo y recién industrializadas

tuvieron un déficit de cuenta corriente conjunto de 78 mil mdd. Durante la próxima década ese déficit se convirtió en un superávit de cientos de miles de millones de dólares (VER GRÁFICA 1). La mayor parte de la voltereta se reflejó en un creciente déficit estadounidense. (De acuerdo con el FMI, en 2007 los superávit excedieron a los déficit en 265 mil mdd.)

El engolosinamiento y la brecha

¿Qué hace que los países en vías de desarrollo exporten al mundo rico capitales que podrían utilizar en casa? Las presiones sobre el ahorro varían en cada región. El ingreso de los países exportadores de petróleo, por ejemplo, se ha incrementado desde 2004 debido a mayores precios del crudo. En vez de invertir sus fortunas petroleras en casa, gran parte de esas naciones las ahorraron y las enviaron al extranjero. Los economistas que han buscado algo que unifique el comportamiento de los ahorros de un grupo heterogéneo de países, de exportadores de petróleo a productores de metales, han coincidido en un motivo relevante: la adquisición de valores que pueden venderse con facilidad cuando hay problemas.

La idea ha sido desarrollada en una serie de ensayos de Ricardo Caballero, del Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT, por sus siglas en inglés), Emmanuel Farhi, de Berkeley, y Gourinchas, de la Universidad Harvard. Su tesis es que los países en desarrollo no pueden crear suficientes y confiables vehículos de ahorro para mantener el ritmo del crecimiento económico porque sus mercados financieros son inmaduros. Los jefes de familia no pueden confiar en la disponibilidad de los créditos —o en redes gubernamentales seguras—, así que deben ahorrar con disciplina para las épocas de vacas flacas. Pero la

oferta doméstica de activos financieros no es confiable, así que los más cautelosos prefieren los activos extranjeros. Y EU es el lugar favorecido, porque tiene mercados de valores extensos y con liquidez.

Esa interpretación no compagina con la otra: el exceso de ahorro, en particular en China, es resultado de políticas cambiarias. Los bancos centrales de los mercados emergentes han adquirido dólares para debilitar sus propias divisas. Esto fomenta la exportación y desalienta el gasto doméstico. El resultado es un alto nivel de ahorro neto nacional, la mayor parte del cual termina en las reservas de los bancos centrales. Estos fondos para las vacas flacas han aumentado desde 2004, sobre todo por el enorme atesoramiento de los países exportadores de petróleo y China (VER GRÁFICA 2). ¿Cómo puede esto reflejar el ahorro privado?

Gourinchas duda que devaluar la tasa de cambio pueda sostener un alto índice de ahorro por mucho tiempo. Al inundar el mercado de divisas con su propio dinero, los bancos centrales se arriesgan a impulsar la inflación, lo que erosionaría la competitividad de una moneda barata. China ha evitado este destino porque ha sido capaz de “esterilizar” sus intervenciones monetarias vendiendo bonos a bancos, empresas y hogares.

EN EL RESTRICTIVO
SISTEMA FINANCIERO
DE CHINA, LOS
AHORRADORES TIENEN
POCAS ALTERNATIVAS

Esta puede ser una explicación demasiado aseada. En el restrictivo sistema financiero de China, los ahorradores tienen pocas alternativas. Y las empresas, no los hogares, explican el reciente incremento del ahorro neto nacional. Hay otro rompecabezas: ¿por qué han crecido tanto las reservas de los mercados emergentes? Ésta fue, en gran parte, una reacción ante el doloroso recuerdo de la crisis asiática: las naciones asiáticas quisieron asegurarse contra otro vuelo repentino de capital. Las reservas tienen que ser lo bastante grandes por si el financiamiento en divisas extranjeras se agota de repente, y para asegurar que el comercio funcione con fluidez. Pero las reservas en algunos mercados emergentes han ido más allá de los niveles sugeridos por las reglas prudenciales: lo suficiente para pagar tres meses de importaciones, o para cubrir la deuda a corto plazo en moneda extranjera.

Una investigación de Maurice Obstfeld, de Berkeley; Alan Taylor, de la Universidad de California en Davis, y Jay Shambaugh, del Colegio Dartmouth, ve este “exceso” de reservas como un seguro para el sistema bancario local. Sostienen que en economías con tasas de cambio administradas y depósitos bancarios de rápido crecimiento hay riesgo de “doble fuga”. Cuando la crisis golpea, el temor de deva-

luación podría provocar una prisa por convertir los depósitos bancarios en efectivo, y el efectivo en divisas fuertes. Las reservas no sólo son una salvaguarda prudente contra una "repentina suspensión" del financiamiento extranjero: también son necesarias como un seguro contra el riesgo de "vuelo repentino" de ahorradores domésticos.

Los autores encontraron que una medida de profundidad financiera —la proporción de dinero extranjero contra el PIB— ayudó a explicar el tamaño de las reservas. En un estudio más reciente encontraron que los países con reservas insuficientes para asegurar sus sistemas financieros sufrieron mayores impactos monetarios durante el caos del año pasado. Las monedas de países en guerra no se devaluaron; algunas se elevaron. Si las economías derivan como lección que sus reservas no eran lo bastante grandes, los desequilibrios globales serán aún más difíciles de eliminar.

Taylor asevera que la política de acumular reservas explica una fracción significativa y creciente de los superávits globales, suficiente (en los primeros años de esta década) para financiar algo así como una tercera parte del déficit de cuenta corriente de EU. El autoaseguramiento contra la fragilidad financiera es parte de una tendencia general hacia el ahorro preventivo en el mundo en desarrollo. Si esto persiste, como parece probable, EU se enfrentará al problema de una deficiente demanda global.

Una implicación poco satisfactoria de lo que se escribe sobre la superabundancia de ahorros es que pinta a EU como una víctima trágica de fuerzas más allá de su control (aunque algunos autores insistan en que no es esa su teoría). La necesidad de seguridad de los mercados emergentes, en sus muchos aspectos, los hace exportar capitales a EU (y sitios similares, como Gran Bretaña). EU, en consecuencia, no tiene otra alternativa que buscarles acomodo.

Es verdad que los ahorros asiáticos pueden haber proporcionado la sogá, pero EU se colgó solo. Las fuerzas macroeconómicas que impulsaron los flujos de capital eran difíciles de revertir. Pero lo que los hizo tan devastadores fue que se encontraron con anomalías microeconómicas.

La interacción entre ambos fue fatal. Después de la crisis de las



Trabajadores sindicalizados de los sectores público y privado francés durante una de las manifestaciones de la semana pasada como parte de la huelga general para exigir al gobierno de Nicolas Sarkozy mayores esfuerzos para proteger el poder adquisitivo y defender el empleo ante la crisis financiera global ■ Foto Reuters

empresas punto com, las compañías estadounidenses se volvieron cautelosas y la inversión se debilitó. Esto eliminó un destino natural para el capital extranjero. Ante una fuerte demanda externa de valores con calificación AAA, el sistema financiero se hizo creativo. Créditos hipotecarios marginales se empaquetaron en títulos supuestamente seguros. Esa oferta crediticia elevó los precios inmobiliarios y estimuló un auge de la construcción residencial, que llenó el vacío en la demanda que había dejado la inversión empresarial.

Conforme estos préstamos cayeron en cartera vencida y las pérdidas se elevaron, fue evidente que los bancos habían reservado muy poco capital para protegerse contra pérdidas inesperadas. Los bancos se paralizaron y la economía se desmoronó. Los villanos de la historia son los bancos que otorgaron préstamos absurdos y los reguladores que no insistieron en tomar más

precauciones. ¿Pero qué habría hecho un sistema financiero bien regulado con este dinero?

LOS RECURSOS DEL FMI SON ESCUÁLIDOS ANTE LOS MONTOS EN LAS BÓVEDAS DE BANCOS CENTRALES DEL MERCADO EMERGENTE

El atractivo para los flujos de capital es que EU proporciona valores líquidos y confiables, que no pueden encontrar en sus países de origen. De manera ideal, su sistema financiero debería proporcionarles servicios de intermediación: canalizar ahorros de mercados emergentes a proyectos de mercados emergentes. Esto habría reducido los déficits de EU y los superávits en el extranjero. Sólo una fracción de los capitales que fluyen hacia EU es

absorbida por el déficit de cuenta corriente. La mayoría financia otros flujos de capital: adquisiciones de activos extranjero por residentes estadounidenses (VER GRÁFICA 3).

En un mundo de regulación perfecta, el resultado probable sería pocos activos nuevos, como los valores respaldados por hipotecas *subprime*, y mayores precios (y menores rendimientos) de los mejores activos. Las tasas de interés a largo plazo habrían disminuido aún más, lo cual habría dado más vida a las inversiones empresariales, pero también podría haber fomentado un mayor auge inmobiliario, al menos en el sector residencial.

¿Pudo una política macroeconómica haber enfrentado mejor los desequilibrios globales? Una alternativa habría sido vigilar el equilibrio de la cuenta corriente al trazar las políticas fiscales y monetarias. Una política más estricta podría haber reducido el consumo y contenido las importaciones.

El problema es que la política mucho más estricta que se necesitaba para tener un impacto significativo en el déficit comercial habría conducido a la recesión en EU y quizá también en los mercados emergentes. Y habría sido difícil de justificar con una inflación tan baja (lo excluirían también las bajas tasas de interés y los estímulos fiscales de ahora).

Una opción es tratar de eliminar los desequilibrios. Esto requeriría la acción coordinada de países deficitarios y con superávit. Tentativas similares han fracasado en el pasado porque cada uno tenía algo que ganar al mantener el estado de cosas.

Los funcionarios supusieron de manera optimista que impedirían una crisis del dólar y que EU saldría de cualquier problema. Y así sucedió hasta que una crisis bastante diferente, en el sistema financiero, hizo explosión.

Con suerte y buen juicio, algunos de los peores excesos del sistema financiero serán refrenados. El peligro consiste en que, al enfocarse en la reforma reguladora y en fórmulas menos torpes de enfrentar quiebras bancarias, los políticos dejen de abordar las causas subyacentes de la crisis. El desasosiego que fomentó que los mercados emergentes tuvieran enormes superávits de cuenta corriente no ha desaparecido.

Cuando el ministro de Econo-

mía de EU, Hank Paulson, dijo que los desequilibrios desempeñaron un papel importante en el advenimiento de la crisis, provocó reclamos airados de China. El fracaso de anteriores iniciativas de coordinación no ofrece gran esperanza. Como advierte Raghuram Rajan, de la Escuela de Negocios de la Universidad de Chicago, la crisis ha durado mucho tiempo y no hay un final a la vista: así que muy pronto la situación podría ser propicia para un mejor comercio entre países deficitarios y con superávit.

Vínculos políticos

Es necesario garantizar a los países emergentes que no los agarrarán desprevenidos si llegan a carecer de liquidez. El FMI debe ofrecer fondos con mayor rapidez y con menos condiciones. Otra opción sería que los propios mercados emergentes acumularan reservas, lo cual sería desastroso. Como advierte Hélène Rey, de la Escuela de Negocios de Londres, las devaluaciones dentro del sistema cambiario europeo de principios de los años 1990 mostraron que compartir riesgos no es lo mejor, incluso cuando los países tienen vínculos políticos bien establecidos.

Los recursos del FMI son escuálidos en comparación con los montos en las bóvedas de bancos centrales del mercado emergente. Por eso las líneas *swap* que la Fed ofreció a cuatro economías emergentes en octubre fueron una bienvenida innovación (incluso si los receptores tienen un buen nivel de reservas). Pero nadie convencerá a estos países de dejar de acumular reservas, a no ser que puedan confiar en esas líneas de crédito en el futuro. No se le puede pedir a la Fed que vete a los probables receptores: ése sería un trabajo del fondo.

EU, Gran Bretaña y otros países deficitarios se ahogaron con el crédito barato proveniente del extranjero. Como es poco probable que las fuerzas estructurales que dispararon el ahorro global disminuyan con rapidez, es probable que persistan los desequilibrios y el sector público estadounidense podría surgir como el nuevo consumidor de último recurso. Sería tonto enfocarse en restablecer la industria financiera sólo para encontrar que las finanzas públicas han quedado en ruinas.

FUENTE: EIU

