



La crisis a través de la lente de la historia

La actual crisis financiera es feroz, pero la historia muestra la forma de evitar otra Gran Depresión

Charles Collyns

LA HISTORIA económica está nuevamente de moda. En la primera mitad de 2008, el alza de los precios del petróleo y de otras materias primas reavivó recuerdos amargos de la estanflación de los años setenta, y la extraordinaria intensificación de la crisis financiera mundial desde el colapso de Lehman Brothers a mediados de septiembre ha despertado un fantasma del pasado mucho más temible: la Gran Depresión de los años treinta.

Comparar la crisis financiera actual con el cataclismo económico más profundo y más devastador de la historia moderna puede parecer exagerado, pero es indudable que esta crisis se ha convertido en la más peligrosa desde la segunda guerra mundial. No se trata tanto de la profundidad de la caída de los diferentes países —colapsos financieros devastadores han ocurrido antes en economías avanzadas y emergentes— como de su propagación a todos los rincones de la economía mundial, lo que crea una amenaza a la prosperidad mundial no experimentada en 70 años.

¿Cuán grave es la crisis financiera actual comparada con las anteriores? ¿Cuál sería su impacto económico y qué puede hacerse para contener los daños y allanar el camino de la recuperación? La historia económica ofrece una perspectiva útil para comprender la magnitud y gravedad relativas de la crisis actual, así como también valiosas lecciones que pueden aplicarse para resolverla.

No exactamente una Gran Depresión

Un parámetro que permite medir la crisis actual es la escala de las pérdidas financieras involucradas. En el último informe

del FMI *Global Financial Stability Report* (FMI, 2008), se estima que las pérdidas por créditos hipotecarios y de otra índole con base en Estados Unidos sumarán US\$1,4 billones, según precios de mercado de mediados de septiembre. En valores absolutos, esas pérdidas serían las más cuantiosas experimentadas en cualquier crisis financiera de la posguerra y es probable que resulten mucho mayores si se toma en cuenta la intensificación de la crisis financiera en los mercados mundiales desde mediados de septiembre. Sin embargo, en porcentaje del PIB no son tan importantes como las sufridas por algunos países durante las profundas crisis del pasado (gráfico 1).

Otro parámetro es el grado de tensión del mercado. En la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* (Lall, Cardarelli y Elekdag, 2008) se calcula un índice de tensión financiera respecto de 17 economías avanzadas desde 1980. Dicho índice (que se mide hasta fines de septiembre de 2008 y abarca variables tales como los diferenciales interbancarios y la evolución del mercado de acciones y bonos) ha alcanzado un nivel comparable a los períodos anteriores de tensión máxima en todos esos países. Lo más llamativo es que la tensión se ha mantenido en niveles muy altos durante casi un año y ha afectado a todos los países de la muestra (gráfico 2). Desde septiembre, las tensiones se han propagado drásticamente a las economías emergentes, incluso muchas de aquellas que al principio se consideraban más resistentes a los factores externos.

Se trata entonces de una crisis de extraordinaria profundidad, extensión y ferocidad. Pero, ¿es comparable con el co-

Foto: Una fila de personas espera pan en Nueva York durante la Gran Depresión.

lapso financiero de los años treinta? No exactamente. Entre 1929 y 1933, en Estados Unidos se cerraron 2.500 bancos y el crédito bancario se contrajo un tercio. El mercado bursátil cayó 75% respecto de su máximo y el desempleo creció a más del 25%. Además, el impacto de la Gran Depresión se tradujo en recesiones profundas en todo el mundo. En cambio, en la coyuntura actual los cierres de bancos han sido bastante limitados, y las pérdidas por depósitos y otros créditos frente a los bancos han sido mínimas, porque los reguladores han actuado con celeridad para atender a las instituciones en dificultades. Al menos hasta ahora, el crédito se ha mantenido porque las autoridades han trabajado intensamente para impedir un grave colapso del capital bancario, aun cuando ello exigió recurrir a medidas de emergencia no ortodoxas como la nacionalización y la inyección de capital público.

Vinculaciones complejas

¿Qué impacto tendrá esta crisis financiera en la economía mundial? Es probable que el acceso al crédito bancario permanezca sumamente restringido durante un período considerable, porque los bancos procurarán reducir el apalancamiento y recomponer su base de capital. Las instituciones ya aplican normas crediticias mucho más exigentes y tenderán a endurecerlas más a medida que el debilitamiento de las economías aumente sus pérdidas, pese a que los gobiernos están proveyendo fondos públicos para reforzar su base de capital. Segundo, el acceso a los mercados de deuda se ha contraído drásticamente no solo para los prestatarios más riesgosos de baja calificación sino también para los emisores de máxima calificación y los títulos a corto plazo, que normalmente son inmunes a tales riesgos. Tercero, la baja de los precios de las acciones y los valores de los inmuebles residenciales ha erosionado el patrimonio neto de los hogares, que en Estados Unidos, por ejemplo, ha sufrido una caída estimada del 15% en el último año. Cuarto, las economías emergentes también enfrentan mayores limitaciones para recibir financiamiento externo, ya que el desapalancamiento mundial y la creciente aversión al riesgo han reducido el interés de los inversionistas en esos mercados.

¿Cuán importante será el impacto agregado? Según recientes hallazgos publicados en *Perspectivas de la economía mundial*, de los 113 episodios de tensión financiera que hubo en los últimos 30 años, solo a alrededor de la mitad le siguió una desaceleración económica o una recesión. No obstante, las características del episodio constituyen un elemento determinante clave de la escala de su impacto macroeconómico. Los episodios asociados con crisis bancarias tienden a tener un impacto macroeconómico mucho más grave. En esos casos, las recesiones tienden a durar el doble y a ser dos veces más intensas, cuadruplicando así las pérdidas de producto acumuladas.

Las condiciones previas también son cruciales para determinar el impacto macroeconómico de la tensión financiera. En general, los balances de las empresas eran sólidos al iniciarse este episodio, gracias a las importantes reestructuraciones emprendidas tras el estallido de la burbuja informática en 2001–02. Las empresas habían reducido su apalancamiento e incrementado fuertemente su rentabilidad. Pero lo intranquilizador es que los balances de los hogares distan de tener similar fortaleza, especialmente en Estados Unidos, donde las tasas

de ahorro declinaron y el endeudamiento aumentó enérgicamente durante los años de auge inmobiliario y hasta 2006 inclusive, y las bajas recientes de los precios de las acciones y las viviendas han erosionado los activos netos.

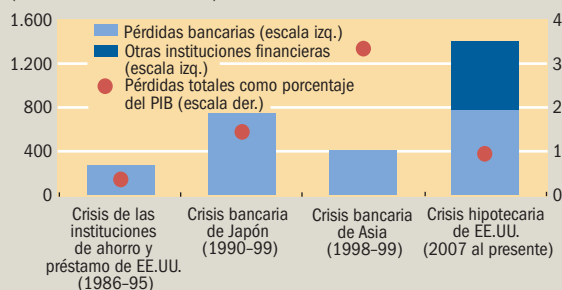
¿Y qué hay de las economías emergentes? Los balances del sector público son hoy mucho más sólidos que durante la caída económica de 2001–02 y las principales economías emergentes han acopiado grandes reservas internacionales y reducido la razón deuda pública/PIB durante años de fuerte crecimiento, lo que amplía el margen de maniobra ante las presiones externas (gráfico 3). Pero muchos países, particularmente las economías emergentes de Europa, acumularon grandes déficits en cuenta corriente, financiados en parte mediante las entradas de flujos de cartera y bancarios que ahora disminuyen fuertemente en medio del desapalancamiento mundial. Incluso los países fiscalmente sólidos presentan vulnerabilidades derivadas del rápido crecimiento del crédito bancario privado y del excesivo endeudamiento de las empresas y los hogares, todo lo cual contribuye ahora a provocar una importante retirada de los mercados emergentes.

Gráfico 1

Pérdidas históricas

En crisis anteriores, algunos países sufrieron pérdidas mayores que las observadas hasta ahora en la crisis actual.

(Miles de millones de dólares)



Fuentes: Banco Mundial y estimaciones del personal técnico del FMI.

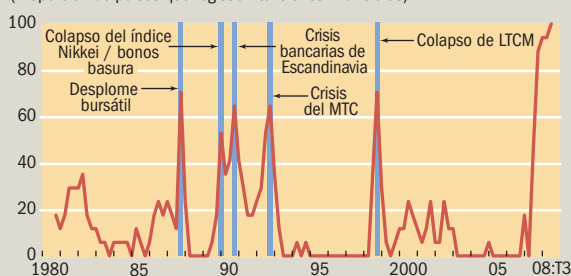
Nota: Los costos de las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos representan las estimaciones del personal técnico del FMI sobre pérdidas de los bancos y otras instituciones financieras. Todos los costos se expresan en dólares reales de 2007. Los países afectados por la crisis de Asia fueron Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

Gráfico 2

Alta tensión

La crisis actual ya ha generado tensiones considerables en prácticamente todos los mercados maduros durante casi un año.

(Proporción de países que registran tensiones financieras)



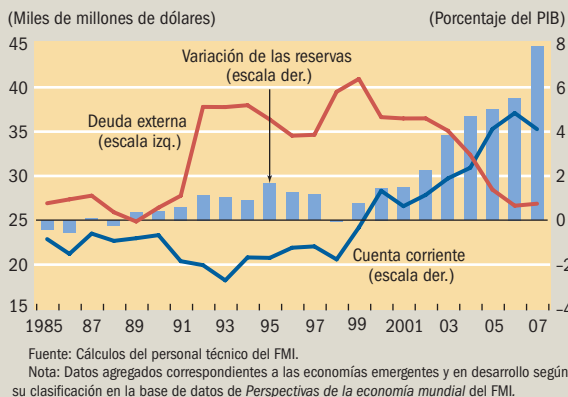
Fuentes: Haver Analytics, Base de datos analítica de la OCDE, *Perspectivas Económicas* (OCDE, 2008) y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: MTC = mecanismo de tipos de cambio; LTCM = Long-Term Capital Management.

Gráfico 3

En mejores condiciones

Mayores reservas externas y una menor deuda constituyen un factor de protección para muchas economías emergentes y en desarrollo, aunque no para todas, durante el actual retroceso económico.



A la luz de estos antecedentes históricos, es evidente que la economía mundial va camino de una gran caída. De hecho, la actividad ya se ha desacelerado y se ha derrumbado la confianza de las empresas y los consumidores. Según las últimas previsiones mundiales del FMI, en 2009 la actividad de las economías avanzadas registrará la primera contracción anual de la era de posguerra. Las economías emergentes también sufrirán en su conjunto una desaceleración sustancial, más grave en los países más vulnerables, aunque la resistencia de las grandes economías como China dará algún respaldo a la situación mundial.

Lecciones de la historia

La lección más importante de cada crisis financiera desde la Gran Depresión es que se debe actuar pronto y de manera decidida e integral para resolver las tensiones financieras. La prioridad debe ser apagar el incendio, aun cuando se requieran medidas heterodoxas que no se aplicarían excepto en el contexto de un evento sistémico. Como indicó el ex Secretario del Tesoro de Estados Unidos Larry Summers: cuando los mercados reaccionan de forma exagerada, también deben hacerlo las autoridades. En parte, la Gran Depresión llegó a tener tal magnitud porque durante cuatro años tras el crack bursátil de 1929 las autoridades siguieron políticas ortodoxas que dejaron que el crédito se contrajera, los bancos colapsaran y la crisis se alimentara a sí misma. Hoy las autoridades son plenamente conscientes de este precedente escalofriante; también lo es el Presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke, que ha estudiado el período a fondo para comprender mejor cómo se interrelacionan los sectores financiero y real de la economía (Bernanke, 1983).

Un caso aleccionador más reciente es el de Japón en los años noventa: durante mucho tiempo se desatendió el impacto del colapso de la burbuja de los precios de las viviendas y las acciones sobre los balances de los bancos y las empresas, y el resultado fue un decenio de escaso crecimiento (véase “El camino hacia la recuperación: una visión desde Japón”, págs. 24–25). Un ejemplo más positivo puede hallarse en la respuesta vigorosa de los países nórdicos a las crisis bancarias de principios de

esa misma década, que permitió lograr una fuerte reactivación tras una aguda caída de la economía (“Las soluciones de Estocolmo”, págs. 21–23).

Una segunda lección es la conveniencia de dar respaldo macroeconómico en paralelo con la adopción de medidas financieras. Como los trastornos financieros limitan la eficacia de la política monetaria, el estímulo fiscal debe cumplir un papel importante para preservar el dinamismo de la economía real y evitar efectos negativos recíprocos entre el sector financiero y el real. Por cierto, hoy crece el interés por incrementar el gasto en infraestructura, a semejanza de los programas de obras públicas de la era de la Depresión. Pero, como ilustra el ejemplo de Japón, el respaldo macroeconómico constituye tan solo un respiro, no una cura, y es esencial aprovechar ese espacio para abordar los problemas financieros subyacentes, o el resultado será una serie de paquetes fiscales de impacto decreciente. También habrá margen limitado para dar respuestas macroeconómicas en los países cuya gestión deficiente del sector público haya sido una causa integral del problema, como frecuentemente ha sucedido en las crisis de los mercados emergentes.

La tercera lección es la necesidad de soluciones de política que funcionen a nivel mundial. La Gran Depresión brinda un ejemplo clásico de lo que no se debe hacer: los aumentos de aranceles tras la sanción de la Ley Smoot-Hawley en Estados Unidos, una política de “empobrecer al vecino” que contribuyó a la transmisión mundial de la crisis. Las crisis de la deuda latinoamericana desde los años ochenta y la crisis asiática también ilustran cómo las decisiones de política de un país pueden ejercer efectos negativos de contagio en otros países.

Como hecho más positivo, en los últimos meses se han visto claramente los beneficios de coordinar esfuerzos a nivel internacional para garantizar el respaldo de liquidez, incrementar la protección de los depósitos y la exposición interbancaria, apoyar instituciones en dificultades y distender la política monetaria. También se están elaborando medidas que garanticen un financiamiento externo adecuado para los países afectados por el contagio, entre ellas las encaminadas a aumentar la disponibilidad de créditos del FMI.

La conclusión es que gracias a las lecciones de la historia podemos evitar lo peor del pasado. La economía mundial está siendo azotada por una masiva crisis financiera, pero el daño puede controlarse mediante acciones contundentes y coordinadas que reparen los perjuicios financieros, respalden la actividad económica y garanticen la continuidad del acceso al financiamiento externo. ■

Charles Collyns es Subdirector del Departamento de Estudios del FMI.

Referencias:

Bernanke, Ben, 1983, “Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”, *American Economic Review*, vol. 73 (junio), págs. 257–76.

FMI, 2008, *Global Financial Stability Report* (Washington), octubre.

Lall, Subir, Roberto Cardarelli y Selim Elekdag, 2008, “Tensiones financieras, desaceleraciones y recuperaciones”, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington: FMI), octubre.