



Una crisis aleccionadora

Hay que modernizar el marco multilateral

Viviendas abandonadas en Nueva York.

Mohamed A. El-Erian

EL MOMENTO decisivo que atraviesa el sistema financiero mundial implica también un momento decisivo para las relaciones entre los países. El panorama institucional y de políticas está cambiando rápida e impredeciblemente no en función de un plan maestro, sino de una serie de reacciones ante la crisis financiera mundial, cuyo resultado casi inevitable ha sido una evolución accidentada del mercado y políticas erradas, y la puesta en evidencia de las deficiencias de la actual coordinación multilateral.

Los países más afectados tienen que autoexaminarse y trazar un plan para salir adelante. El sistema financiero no volverá a tener la fisonomía que tenía hace tan solo un año, y el impacto a largo plazo de la crisis en la economía real —es decir, en la productividad y el empleo— reformará los fundamentos de la economía mundial. Todo esto hace más imperiosa la necesidad de modernizar urgente y enérgicamente el marco multilateral.

La gestación de la crisis

A riesgo de simplificar demasiado, cabe decir que, además de las inveteradas deficiencias estructurales, dos factores desencadenaron la crisis: uno fue el desapalancamiento simultáneo y masivo en tres segmentos importantes de la economía mundial —los sectores inmobiliario, financiero y de la demanda de consumo en Estados Unidos—; y el otro fue la incapacidad de los mercados y las políticas para gestionar el intenso proceso de desapalancamiento a escala nacional e internacional.

El sector inmobiliario. Este fue el primer segmento clave cuya desaceleración empezó en 2006 (gráfico 1). Los primeros estragos se sintieron en el sector que, además de ser el más apalancado de la economía, era el menos capitalizado y

transparente y el menos estricto en cuanto a diligencia debida: el de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos.

Al comienzo, la mayoría de las autoridades y los participantes del mercado pensaron que el daño podía aislarse y contenerse. Esto se debió en parte a una falsa confianza en las diversas técnicas de gestión del riesgo que permitieron la proliferación de productos derivados y estructurados, y en parte a la información deficiente sobre el grado en que las hipotecas de alto riesgo habían infectado varios balances.

El sector financiero. La segunda víctima importante fue el sector financiero, a partir de 2007 (gráfico 2). Al principio el proceso fue ordenado; las instituciones procuraron y lograron en gran medida movilizar capitales nuevos para apuntalar sus castigados balances, asumir las pérdidas y salir adelante.

Pero la desaceleración cobró impulso y se propagó, obligando a los bancos a apurar la marcha solo para sobrevivir. El consiguiente y constante debilitamiento de las acciones se hizo evidente para todos y pasó una factura alta, que llevó a los proveedores de capital a negarse a proporcionar más fondos y a replegarse.

En tales circunstancias, y pese a los intentos por restringir el crédito en otros sectores, las opciones estratégicas de los bancos se redujeron a dos: vender activos o deshacerse de empresas. Pero lo que tenía sentido a nivel individual resultaba abrumador para el sistema en general. En un ejemplo clásico de una “falacia de composición”, el sistema apenas podía absorber la estampida de ventas sin que eso provocara una mayor caída de los precios, que a su vez agravaba los problemas iniciales.

La demanda de consumo en Estados Unidos. La situación empeoró con el debilitamiento, a partir de 2008, del tercer

segmento: el consumo en Estados Unidos. Tras un largo período en que gastaron mucho más de lo que ganaban, los consumidores empezaron a sucumbir a la presión combinada de las alzas de precios, los despidos y la escasez del crédito. Al desvalorizarse las casas, el refinanciamiento de hipotecas dejó de ser un manera fácil de monetizar el capital inmobiliario, y los consumidores dejaron de usar sus viviendas como cajeros automáticos.

El debilitamiento de la demanda de consumo volvió a dejar al descubierto una característica en general oculta pero muy problemática de la crisis: los círculos viciosos retroalimentados. El menor consumo deprimió aún más la demanda de viviendas. Disminuyeron asimismo los pagos de préstamos para automóviles y de las tarjetas de crédito, creando más presión sobre los balances de las instituciones financieras. Y la contracción del crédito bancario ha intensificado la presión sobre los consumidores.

Las válvulas de escape

El sistema mundial entró en esta fase de desapalancamiento con varias “válvulas de escape” a su disposición, como los balances relativamente sólidos que incluían, entre otras cosas, un

abundante capital acumulado por los mercados emergentes (sobre todo en fondos tradicionales y en nuevos fondos soberanos de inversión). Además, al comienzo de la crisis las empresas tenían mucho efectivo y los mercados emergentes crecían con dinamismo, gracias al crecimiento de convergencia de las economías de importancia sistémica, como China e India.

Pero el carácter acelerado y generalizado del desapalancamiento ha atemperado estas fuerzas estabilizadoras. Los fondos soberanos se han replegado, a la espera de que vuelva la normalidad y de acuerdo con una máxima de los mercados inestables: “A veces hay que preocuparse de los retornos del capital, y otras veces hay que preocuparse de que el capital retorne”.

Al repliegue de los fondos soberanos se suma la tendencia creciente de las empresas de Estados Unidos de recurrir a las reservas de efectivo. Este proceso se aceleró una vez que la menor demanda hizo mella en las ganancias y se paralizaron varios segmentos de los mercados de financiamiento, como el del papel comercial. Las empresas que gozaban de flexibilidad recurrieron entonces a líneas de financiamiento para contingencias preacordadas con los bancos, agravando aún más la situación de los balances.

El desacoplamiento

Dada la menor eficacia de las válvulas de escape, lo que interesa ahora es la capacidad de la economía mundial para contrarrestar en parte los estragos del desapalancamiento y, como es lógico, la atención se ha centrado en las economías emergentes, que han sido las locomotoras del crecimiento mundial en los últimos años (gráfico 3).

Los últimos datos indican que esas economías han empezado a desacelerarse, en parte por la merma de la demanda de exportaciones en Estados Unidos y en parte porque en el segundo trimestre de 2008 la política monetaria se endureció para combatir las mayores presiones inflacionarias. La desaceleración ha dado forma concreta a lo que hasta la fecha ha sido una versión ultrasimplificada de la relación dinámica entre las economías emergentes e industriales. El debate no debe contraponer el desacoplamiento con el reacoplamiento, sino el desacoplamiento “fuerte” con el “débil”.

Según la hipótesis del desacoplamiento “fuerte”, el crecimiento de las economías emergentes aumenta mientras el de las economías industriales disminuye. En el mundo interconectado de hoy en día esto es muy poco probable, sobre todo cuando Estados Unidos —como principal economía mundial y emisor de la moneda de reserva— está enfrentando grandes dificultades.

Según el desacoplamiento “débil”, el crecimiento de las economías emergentes se desacelera menos que en el pasado ante la evolución en los países industriales. Las economías emergentes se beneficiarían de factores como la demanda local reprimida, el abundante ahorro interno, cuantiosas reservas internacionales y un holgado margen de maniobra para aplicar políticas macroeconómicas anticíclicas.

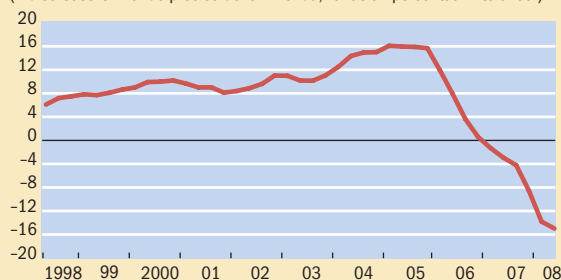
Pero aún con un desacoplamiento débil será difícil contrarrestar apreciablemente los efectos del desapalancamiento en el crecimiento mundial, la reducción de la pobreza y el bie-

Gráfico 1

Desplome inmobiliario

Los precios de la vivienda en Estados Unidos, que alcanzaron tasas de crecimiento de hasta 16%, empezaron a bajar en 2006.

(Índice Case-Shiller de precios de la vivienda, variación porcentual interanual)



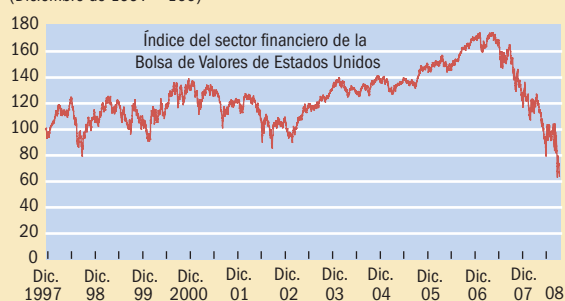
Fuentes: Standard & Poor's; Fiserv, y MacroMarkets LLC/Haver Analytics.

Gráfico 2

Mercado a la baja

Las cotizaciones bursátiles del sector financiero han sufrido una caída estrepitosa desde junio de 2007.

(Diciembre de 1997 = 100)



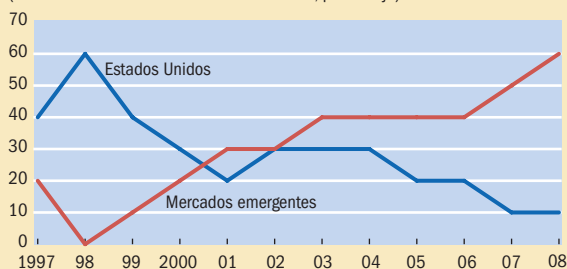
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3

¿Una nueva locomotora?

Los países de mercados emergentes se han convertido en los nuevos propulsores del crecimiento económico mundial.

(Contribución al crecimiento del PIB mundial, porcentaje)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y PIMCO.

nestar. De ahí que se hayan tomado medidas enérgicas con los siguientes fines:

- Restablecer el flujo normal de efectivo y garantías; por ejemplo, renovando la confianza en el sistema de pagos y liquidación.
- Inyectar capital en los bancos y otras instituciones financieras.
- Eliminar los excedentes relacionados con activos no transparentes y complejos.
- Modificar el efecto de ciertas políticas regulatorias para garantizar una mayor anticiclicidad.

Mientras estas políticas entraban en vigor, la dinámica del desapalancamiento revolucionó el panorama financiero estadounidense. En 2008 se borró la distinción entre la banca comercial y de inversión; desaparecieron algunos de los titanes de la banca de inversión, como Bear Stearns y Lehman Brothers; Merrill Lynch pertenece ahora a Bank of America; dos bancos prestigiosos, Wachovia y Washington Mutual, fueron absorbidos por instituciones más saludables, y la mayor aseguradora mundial, AIG, recibió una inyección urgente de capital de la Reserva Federal.

El poco protagonismo inicial del FMI

Conforme amaine la tormenta en los próximos meses, cobrará fuerza el debate sobre cómo y por qué el sistema llegó a esta encrucijada. De hecho, ya se está hablando de una nueva conferencia de Bretton Woods. En el debate probablemente participarán bancos, inversionistas, agencias calificadoras de crédito, reguladores y, sobre todo, gestores de riesgo de los sectores público y privado; y una de las cuestiones será si, una vez detectados los desafíos del sistema financiero, las autoridades dispusieron de los instrumentos de política adecuados.

Sin duda surgirán muchas conclusiones —algunas válidas y otras no tanto—, pero la principal quizá sea que las actividades financieras mundiales evolucionaron a un ritmo que superó con creces la capacidad del sistema para gestionarlas de manera ordenada. En pocas palabras, la infraestructura del sistema, a escala nacional y mundial, simplemente falló.

A escala mundial, el debate se centrará seguramente en la falta de una participación activa del FMI, al menos hasta

ahora que ha empezado a ayudar a las economías emergentes vulnerables. Después de todo, el desapalancamiento fue genuinamente una crisis que atacó el corazón del sistema financiero mundial. Afectó “bienes públicos mundiales” críticos para el bienestar de numerosos países (como la situación del dólar como moneda de reserva, la previsibilidad del mercado oficial más líquido del mundo y el buen funcionamiento del sistema de pagos y liquidación que sirve a la mayoría de los países).

Irónicamente, en el FMI no escaseó el análisis. La institución reconoció temprano la responsabilidad conjunta de los países de corregir los crecientes desequilibrios mundiales. Las medidas propugnadas por el FMI y otras instituciones gozaron de aceptación general. Y mientras readecuaba sus análisis del sector financiero, el FMI planteó en sus estudios algunas cuestiones clave de política.

Pero la mayoría de las opiniones y consejos del FMI fueron desoídos, y la institución no cumplió su función de “asesor informado y fiable”. Entre tanto, el sistema mundial se quedó sumido en el endeudamiento antes de iniciar el actual desapalancamiento desordenado.

El rechazo inicial de soluciones de política superiores —como una respuesta multilateral coordinada— supuso costos significativos para el sistema mundial, como un menor crecimiento del ingreso, inestabilidad financiera y desempleo, sin mencionar el riesgo máximo al que quedaron expuestos los segmentos más vulnerables de la sociedad.

El dilema del prisionero

En definitiva, la política mundial mancomunada fracasó por las deficiencias en los países y la incapacidad del FMI y otras instituciones multilaterales (por ejemplo, el Grupo de los Siete principales países industriales) para facilitar la coordinación internacional. A todas las grandes economías les convenía una solución fluida. Pero de acuerdo con el denominado “dilema del prisionero” de la teoría de los juegos, los que dan el primer paso pueden salir mal librados si el resto no cumple puntualmente sus compromisos.

Al carecer de suficiente legitimidad y representación, el marco multilateral no fue capaz de garantizar que las políticas preventivas de un país fueran a ir acompañadas de medidas de apoyo del resto de los países. Así, ningún país se atrevió a abordar decisiva y oportunamente los desequilibrios.

Esta debería ser la moraleja para el largo período de convalecencia y reforma en que probablemente entrará el sistema mundial. Un mundo interconectado necesita no solo que los países adopten políticas oportunas para impulsar el crecimiento, reducir la pobreza y lograr estabilidad financiera, sino que también tengan más en cuenta una diversidad de efectos transfronterizos. Para lograr esto es imprescindible emprender una modernización audaz del sistema de coordinación internacional de políticas. Si no reformamos ahora la arquitectura financiera mundial, estaremos condenados a repetir los errores del pasado. ■

Mohamed A. El-Erian es co-Director Ejecutivo y de Inversión de PIMCO. Fue funcionario del FMI desde 1983 hasta 1997.