

# El perfil del porvenir

*Brad Setser*

**Las decisiones nacionales —y no las emanadas de reuniones cumbre— reformarán el sistema económico mundial**

**T**RAS la crisis financiera de Asia, las principales economías del mundo desplegaron grandes esfuerzos para rehacer el sistema financiero internacional. Diez años más tarde, lo intentaron nuevamente: fue en 1998, después de la crisis de las economías emergentes, que durante un tiempo acumularon déficits que los bancos y los inversionistas privados de las economías más prósperas estuvieron dispuestos a financiar. En esa ocasión se procuró reformar la “arquitectura financiera”. El segundo intento vendrá después de la crisis financiera sistémica que comenzó en Estados Unidos, y que luego se propagó a los bancos europeos endeudados en dólares y al resto de la economía mundial.

La crisis actual fue resultado de la caída de los precios de la vivienda en Estados Unidos. No obstante, el déficit de los hogares de dicho país, del Reino Unido y de muchas economías de la zona del euro no se habría podido financiar durante tanto tiempo, y a una tasa tan baja, sin un aumento sin precedentes de los activos de los bancos centrales y fondos soberanos de las economías emergentes.

El esfuerzo de 1998–99 nunca estuvo a la altura de su propósito: la palabra “arquitectura” parecía apuntar a la creación de nuevas instrucciones o, al menos, a una renovación de las existentes. Esto no sucedió. En su lugar, se propusieron medidas para reducir la vulnerabilidad de las economías emergentes a los súbitos movimientos pendulares de los flujos de capital, incluir cláusulas de “reestructuración” en los bonos soberanos internacionales y establecer nuevos servicios crediticios en el FMI para ayudar a los países a hacer frente a las crisis provocadas por los movimientos del capital.

El sistema financiero mundial resultante de la última crisis fue fundamentalmente diferente del sistema vigente hasta entonces. Un mundo donde el auge sin precedentes de los activos externos de los bancos centrales de las economías emergentes financia los grandes déficits de Estados Unidos no es lo mismo que un mundo donde los inversoristas privados de ese país financian los déficits de las economías emergentes. El FMI y el G-7 cambiaron poco, no así el mundo en el que operan.

## Decisiones difíciles

El sistema financiero internacional se define por las decisiones que adoptan países clave durante y después de una crisis, más que por un comunicado cuidadosamente redactado. La arquitectura para hacer frente a las crisis de la “cuenta de capital” fue el resultado de la decisión de Estados Unidos de prestar grandes sumas a México, cuando ese país no podía refinanciar sus bonos en dólares en 1995; de la decisión del FMI de liderar los esfuerzos para proporcionar financiamiento a gran escala durante la crisis de Asia, y de las condiciones de dicha institución a que se supeditaron los préstamos a Asia. El Comunicado de Colonia (Alemania) no determinó el régimen cambiario internacional. Este más bien se definió por el colapso del régimen de convertibilidad de Argentina, el éxito de la flotación regulada en Brasil, las cajas de conversión en Europa oriental, la paridad cambiaria en el Golfo y —más que nada— por la decisión de China de mantener su paridad frente al dólar, incluso después de que la divisa empezara a depreciarse en 2002. El marco regulatorio se definió tanto por la decisión de no frenar el desarrollo del sistema financiero paralelo —las instituciones muy poco



Depositantes haciendo cola frente a un banco que solicitó financiamiento de emergencia del banco central.

reguladas que llegaron a ejercer una función económica análoga a la de los bancos— como por la labor del Foro sobre Estabilidad Financiera.

Cabe recordar tres enseñanzas del debate de 1998 acerca de la arquitectura y de la posterior polémica sobre la forma de evitar y hacer frente a las crisis financieras internacionales.

**Reunir a los países no garantiza resultados.** Los cambios ocurrieron cuando los países pertinentes forjaron un consenso amplio sobre las reformas necesarias. Las economías avanzadas y emergentes coincidieron en que estas últimas podían ser menos vulnerables a las crisis acumulando reservas y reemplazando la deuda en moneda extranjera por endeudamiento denominado en moneda nacional. Su capacidad para endeudarse de esta forma resultó ser muy superior a lo previsto, en parte porque se presumía que sus monedas estaban subvaloradas. No debe subestimarse el alcance de ese cambio. Un mundo donde el gobierno ruso

tiene US\$10.000 millones en reservas de divisas y US\$140.000 millones en deuda en moneda extranjera al inicio de una desaceleración mundial es bastante diferente de un mundo donde las autoridades de ese país parten con US\$600.000 millones en reservas y solo US\$35.000 millones en deuda denominada en moneda extranjera.

Llegar a un consenso en otros ámbitos resultó elusivo, pero reunir a los países para que negociaran rara vez fue el principal problema. La mayor dificultad fue que los países clave no se pusieron de acuerdo ni consideraron la necesidad de hacerlo sin una crisis para presionarlos. Aunque el G-7 era presumiblemente el mejor foro para discutir en qué momento el FMI debería prestar grandes sumas a las economías emergentes, no estaba dispuesto a abandonar la opción de proporcionar grandes montos de financiamiento a países que pudieran ser objeto de movimientos especulativos contra sus monedas —o a países sin la posibilidad de refinanciar su deuda externa—, ni dispuesto a reconocer que los antiguos límites de acceso al crédito del FMI ya no eran adecuados para las principales economías emergentes. No se prestó suficiente atención a las discrepancias en torno de la conveniencia de seguir permitiendo que las economías emergentes se endeudaran para acumular grandes reservas; las decisiones difíciles se postergaron hasta la siguiente crisis.

Aunque el G-7 intentó ampliar el debate sobre los regímenes cambiarios para incluir a las economías emergentes en foros como el Grupo de los 22 y, más adelante, el Grupo de los 20 (G-20), esto no imprimió coherencia a los regímenes cambiarios mundiales.

Se dejó que el dólar fluctuara libremente frente al euro y—en general— frente al yen. La libra esterlina y el dólar canadiense hicieron lo mismo frente a las monedas de sus vecinos más grandes. Sin embargo, la enorme aceleración del aumento de las reservas de las economías emergentes a partir de 2002 desmintió toda noción de que el sistema financiero internacional estuviera definido por bancos centrales independientes que adoptaban regímenes de metas de inflación y dejaban que sus monedas flotaran para salvaguardar su autonomía monetaria.

**No deben ignorarse los problemas difíciles...** Durante la crisis de 1997–98, la reducción del crédito bancario transfronterizo ejerció grandes presiones sobre las reservas de divisas de las principales economías emergentes. Los debates más animados provocados por esta crisis se centraron en los obstáculos legales a la reestructuración de los bonos soberanos internacionales. Limitar las salidas de capital aparejadas al crédito bancario de corto plazo o controlar los riesgos

vinculados con el gran aumento del crédito bancario hacia las economías emergentes no despertaron un interés comparable. Pero lo merecían.

Las autoridades económicas presumieron que las economías emergentes se autofinanciarían con la venta de valores negociados, no endeudándose directamente con los bancos. Llegado el final del segundo trimestre de 2008, el crédito bancario transfronterizo a las economías en desarrollo ascendía a US\$1,2 billones, cifra que supera con creces el monto total colocado en bonos soberanos internacionales. En la crisis actual, las medidas para reducir el riesgo bancario transfronterizo ejercerán mayores presiones sobre las economías emergentes que el vencimiento de los bonos soberanos internacionales.

**...pero los supuestos deben cuestionarse.** Siempre es más fácil subrayar la reaparición de antiguas vulnerabilidades que imaginar nuevos riesgos. Es sorprendente que el debate sobre la “arquitectura” se haya centrado en el riesgo de que una crisis financiera en una economía emergente se propagara a todas las economías emergentes y a la economía mundial. Nunca se planteó seriamente que las perturbaciones financieras en una economía avanzada pudieran desestabilizar al conjunto de las economías emergentes más que las perturbaciones en una de estas últimas.

El G-7 instó al FMI a examinar más detenidamente las vulnerabilidades de los balances de las economías emergentes, pero no hubo presiones similares para que se estudiara si el sector financiero de Estados Unidos y Europa había asumido un riesgo excesivo en el sector de los hogares. No obstante, las quejas de las economías emergentes sobre las divergencias de procedimiento en la supervisión que ejerce el FMI omiten algo aún más importante: una supervisión más intensa no habría dado un resultado distinto. En 2007, el IMF elogió la función muy innovadora de los mercados financieros de Estados Unidos por respaldar la afluencia de capital, y sostuvo que la ventaja de ese país en la creación de productos financieros complejos había contribuido a atraer los fondos necesarios para sostener sus elevados déficits externos. En su informe, el FMI indicó que la situación financiera de los bancos comerciales y de inversión era sólida y que los riesgos sistemáticos seguían siendo bajos, pero concedió que la innovación financiera complicaba la evaluación del riesgo en un momento en que la asunción de riesgos se había acrecentado y las normas crediticias en algunos sectores se habían deteriorado. Aunque todos nos equivocamos, esa no fue precisamente una advertencia de una intensificación del riesgo.

Desde la perspectiva actual, el número de cuestiones clave no abordadas en el programa de trabajo sobre la “arquitectura” es asombroso. Se analizó cómo ayudar a las economías emergentes a hacer frente a la volatilidad de los flujos de capital, pero no la de los precios de los productos básicos. Se estudiaron modalidades para reestructurar los bonos soberanos, pero no los valores con respaldo hipotecario o las hipotecas denominadas en moneda extranjera. La necesidad de limitar el crédito del FMI a las economías emergentes se discutió sin fin, no así el riesgo de que los países recurriera-



Personas tratando de comprar alimentos en Yakarta, Indonesia, durante la crisis de Asia.

excesivamente al autoseguro. Tampoco se examinó cómo las economías avanzadas podrían hacer frente a los riesgos derivados de la mayor demanda de su deuda por parte de las economías emergentes interesadas en incrementar sus activos de reservas o el riesgo de que el apetito de reservas de las economías emergentes pudiera crear distorsiones en los mercados financieros de las economías avanzadas y ocultar el efecto de elevados déficits fiscales y de los hogares.

### Indicios alentadores

¿Tendrá éxito el esfuerzo actual por rehacer el sistema financiero internacional?

La crisis está aún en su fase inicial. La experiencia pasada apunta a que las decisiones nacionales, muchas veces adoptadas en un entorno muy difícil, contribuirán más a redefinir el sistema financiero que las reuniones cumbre que se celebren a nivel mundial.

No obstante, sigue siendo importante forjar un consenso global sobre los cambios que requiere el sistema financiero internacional. Algunos indicios resultan alentadores. Las economías emergentes clave están participando en forma novedosa en este proceso. El G-7 sigue existiendo, pero es probable que la reunión anual de los líderes del G-20 despierte mucho mayor interés que el retiro de verano de aquel.

La propia crisis es la que ya ha reconfigurado la arquitectura de los sistemas financieros de Estados Unidos, del Reino Unido y de Europa: los gobiernos ejercen un papel mucho más grande en la intermediación financiera que en el pasado. Parece un hecho que también dará lugar a grandes cambios normativos.

A menos que se disuelvan las instituciones consideradas como demasiado grandes para fracasar, sería un error recurrir a los mercados crediticios para disciplinarlas. A corto plazo, contener la crisis actual debe tener primacía sobre cómo evitar la siguiente y, en este momento, obligar a las instituciones a incrementar su capital sería contraproducente. El excesivo endeudamiento ha dado lugar a un desapalancamiento demasiado rápido. Sin embargo, en el futuro las grandes instituciones tendrán que contar con mayores reservas de capital y liquidez.

Aunque estas tareas recaen sobre las economías maduras del mundo, las emergentes deben insistir en que las cumplan satisfactoriamente. Hay un evidente interés de estas últimas por ver que las instituciones básicas del sistema financiero se fiscalicen acertadamente: para muchas, el colapso de Lehman provocó una mayor crisis financiera que la cesación de pagos de Rusia.

### Indicios menos alejadores

Sentar bases más sólidas para el crecimiento mundial requiere una mejor regulación, pero también medidas en los siguientes ámbitos:

- La coordinación del estímulo macroeconómico.
- La evolución del régimen cambiario internacional.
- El fortalecimiento de las instituciones mundiales para que concedan crédito en momentos de crisis.

En cada uno de estos ámbitos, aún no está claro si se ha llegado a un consenso sobre lo que debe cambiar.

En el cenit del auge de la vivienda en Estados Unidos y Europa, los grandes déficits de los hogares de algunas economías maduras contrarrestaron el superávit de las economías emergentes. Esta expansión solo podía durar si el sector de los hogares, ya fuertemente endeudado, seguía endeudándose. Cuando dejó de hacerlo, los gobiernos no tuvieron más remedio que intervenir con programas de estímulo, pero —como no se cansa de señalar Martin Wolf del *Financial Times*— el riesgo es que el sobreendeudamiento de los hogares se transforme en el sobreendeudamiento de los gobiernos.

La tarea de respaldar el crecimiento mundial no debe recaer solo sobre los países muy endeudados o con grandes déficits. Los países con grandes superávits deben aportar lo suyo, y no esperar los efectos secundarios de los programas de estímulo que adopten las economías deficitarias. De lo contrario, la próxima crisis sistémica podría ser provocada por una pérdida de confianza en la situación fiscal de una economía avanzada con un abultado déficit externo.

En cuanto a los tipos de cambio, ni siquiera se mencionaron en el comunicado de la primera reunión del G-20, lo cual indica falta de voluntad para examinar las cuestiones clave que enfrenta la economía mundial. El resultado de la decisión de reducir las tasas de interés en Estados Unidos tras la crisis de las empresas “punto com” podría haber sido una baja del dólar y un aumento de las exportaciones en lugar de un auge de la inversión en viviendas. Sin embargo, los países clave no se resistieron al descenso del dólar, limitando la depreciación de la divisa. El resultado de la depreciación del dólar y el renminbi frente al euro fue un aumento del superávit comercial de China y del financiamiento de China a Estados Unidos, no una disminución del déficit comercial en este último país. Los fiscalizadores de Estados Unidos no se dieron por aludidos, dejando que los hogares asumieran deudas considerables, en tanto que las instituciones financieras mantenían sus utilidades altas incrementando su apalancamiento a medida que sus márgenes bajaban. Pero es difícil comprender cómo se pudo permitir que se intensificaran las vulnerabilidades del sec-

tor de los hogares estadounidenses durante tanto tiempo sin una gran afluencia de capitales de los bancos centrales del mundo.

La integración de los grandes mercados emergentes de la economía mundial se verá dificultada si sus regímenes cambiarios difieren radicalmente de los que han adoptado las otras grandes economías, sobre todo si las monedas de los países con grandes superávits externos están vinculadas a la moneda del país con el mayor déficit externo del mundo. Según el FMI, la reducción de los desequilibrios mundiales implicará una depreciación de la moneda del país deficitario, pero no está claro si también bajarán el valor de las monedas de los grandes países superavitarios o si los exportadores de petróleo seguirán vinculando su moneda al dólar.

Por último, el FMI no cuenta con recursos suficientes para estabilizar el sistema financiero mundial u ofrecer una opción al autoseguro nacional. En un entorno en que las exportaciones, los precios de las materias primas y los flujos de capital oscilan enormemente, es probable que muchas economías emergentes concluyan que la estabilidad financiera exige un monto de reservas casi inimaginable. Actualmente, incluso las economías emergentes con un PIB de US\$1 billón y US\$200.000 millones en reservas no están seguras de que los US\$200.000 millones del FMI sean suficientes. Al inicio de la crisis, Rusia contaba con US\$600.000 millones en reservas, pero esa cifra no bastaría si sus reservas siguen disminuyendo US\$100.000 millones por trimestre. Las oscilaciones recientes de los flujos de capital mundiales han sido extremas: en un solo trimestre la afluencia anual privada a las economías emergentes, que llegó a una cifra sin precedentes, se convirtió en una salida neta de capitales. Las fluctuaciones de los precios de los productos básicos, y de los consiguientes ingresos de exportación, no han sido menos extremas.

### El porvenir

La crisis está golpeando duro a todos los sectores de la economía mundial. Los países que dependían de las entradas de capital privado para cubrir sus déficits externos han visto detenerse los flujos. Los que tienen superávits en cuenta corriente, pero no han recurrido a una continua afluencia de capitales, no están en mejor situación. Algo ha dejado de funcionar. El sistema financiero debe ser más robusto, estar menos dispuesto a financiar los excesivos déficits de las economías maduras y emergentes, y mostrarse menos propenso a súbitos cambios de dirección o a crisis agudas.

Aunque es difícil prever riesgos, los estragos de los últimos meses deberían incentivar a todos los países a esforzarse más, y a plantearse el tipo de economía que quisieran ver surgir de la crisis actual. Una sugerencia: no nos fiemos de los grandes déficits externos de Estados Unidos para impulsar la demanda internacional o solo de los déficits de ese país para proporcionar al mundo un gran volumen de activos de reserva. Eso no ha funcionado. ■

*Brad Setser es Profesor de Geoeconomía del Consejo de Relaciones Externas.*