

# Falla en el sistema

William R. White

**La economía mundial está plagada de desequilibrios que no es posible corregir en el marco del actual (no) sistema monetario internacional**

**H**OY en día la economía mundial se caracteriza por diversos desequilibrios internacionales que podrían causar una futura crisis. Cabría preguntarse si la raíz única de esos desequilibrios es la ausencia de un sistema monetario internacional. El hecho es que han desaparecido las reglas internacionales para restringir las acciones cortoplacistas de Estados soberanos individuales y lograr así beneficios a más largo plazo para todos.

Tales reglas sí estaban contempladas en el patrón oro previo a la Primera Guerra Mundial y en el sistema de Bretton Woods posterior a la Segunda Guerra Mundial, que sin embargo se desmoronó hace cuatro décadas. Hoy existen en la zona del euro, pero no a nivel mundial. Los principales países pueden y suelen perseguir sus propios intereses a corto plazo, recurriendo a tasas de interés más bajas y otras políticas monetarias no convencionales de estímulo interno, independientemente de las implicaciones para otros países. A más largo plazo, tales medidas pueden tener consecuencias inesperadas a nivel interno, como inflación futura y otros desequilibrios, y además generar desequilibrios internacionales perjudiciales para otros países a largo plazo.

¿Quién se preocupa de la salud general de la economía mundial? Desde la desaparición del sistema de Bretton Woods, el FMI —que lo supervisaba— se ha ocupado principalmente de monitorear el comportamiento de sus países miembros y brindar asistencia condicional a los países que la necesitan. No obstante, el organismo ha seguido expresando preocupación por las políticas nacionales que no considera favorables a los intereses de la comunidad mun-

dial. Sin embargo, para muchos países grandes, estas recomendaciones no pasan de ser una mera sugerencia. Estados Unidos, el mayor deudor internacional del mundo, tiene libertad de acción gracias a que el dólar sigue siendo una moneda principal de reserva. Y en los grandes países acreedores, la influencia del FMI sobre sus políticas siempre ha sido muy limitada.

## Desequilibrios mundiales

Al hablar de desequilibrios mundiales, los economistas pueden estar refiriéndose a diversas preocupaciones. La más inveterada de esas preocupaciones es la de los desequilibrios de *cuenta corriente*, o la diferencia entre el gasto y el ingreso externo de un país. La cuenta corriente mide las importaciones y exportaciones netas de bienes y servicios, los ingresos (sueldos y dividendos) y las transferencias (remesas y pensiones). Por definición, los superávits y déficits en cuenta corriente son iguales a los *flujos netos de capital*. El riesgo es que los países con grandes déficits en cuenta corriente puedan perder la confianza de aquellos de donde provienen esos flujos, lo cual puede culminar en una crisis cambiaria, que suele perjudicar tanto el producto como el empleo. Irónicamente, pese a las repetidas advertencias a Estados Unidos sobre esta posibilidad, debido a que ha registrado déficits en cuenta corriente desde los años sesenta, no se ha materializado ninguna crisis. En cambio, los fuertes aumentos de los desequilibrios de cuenta corriente en países de la zona del euro sí desembocaron en crisis, refutando la idea de que tales crisis eran imposibles dentro de una zona de moneda única.

Un segundo tipo de desequilibrio mundial, relacionado con los *flujos brutos de capital trans-*

fronterizos, ha concitado creciente atención en los últimos años. Pese a todos sus presuntos méritos, *el dinero caliente* —fondos que fluyen de un país a otro movidos por inversionistas que buscan la máxima rentabilidad— puede causar estragos en países más pequeños, tanto al ingresar como al salir. Como lo demostró la crisis de Asia sudoriental a fines de los años noventa, los problemas de descalce de monedas —activos denominados en moneda local y pasivos, como préstamos, denominados en moneda extranjera— pueden destruir todo un sistema bancario. Los prestatarios ganan ingresos en moneda local y, cuando esta se deprecia, les resulta más costoso pagar préstamos en moneda extranjera. Además, los países de origen de esos flujos pueden a su vez quedar gravemente afectados. Es decir, si los deudores (endeudados en moneda extranjera) no pueden pagar, los acreedores no cobran.

## En los grandes países acreedores, la influencia del FMI sobre sus políticas siempre ha sido muy limitada.

Por último, el término desequilibrios mundiales podría referirse a la preocupación en torno a la *observación a nivel mundial de desequilibrios nacionales*, antes observados solo en unas pocas economías avanzadas, como Estados Unidos. ¿Cómo pueden haberse propagado estos desequilibrios nacionales? Cuando las grandes economías avanzadas relajaron su política monetaria para estimular el crecimiento interno, se generó presión al alza sobre las monedas de economías avanzadas más pequeñas (como en Suiza) y sobre las de la mayoría de las economías de mercados emergentes. Por diversas razones, los gobiernos y bancos centrales de estos países respondieron flexibilizando también su política monetaria, al alentar así el crédito y el endeudamiento. En consecuencia, el nivel de deuda no financiera en el Grupo de las 20 economías avanzadas y de mercados emergentes (G-20) creció de 210% del PIB en 2007 a 235% para fines de 2014. La mayor parte de esa expansión correspondió a las economías de mercados emergentes. Mientras que en 2008–09 esos países eran considerados parte de la solución a la crisis financiera mundial, ahora parecen ser parte del problema mundial.

### Un “no sistema” deficiente

Las varias deficiencias de la actual falta de un sistema internacional reflejan esencialmente los desequilibrios antes definidos. Las crisis se repetirán mientras no se subsanen las siguientes deficiencias:

Primero, *no hay un mecanismo internacional de ajuste automático*. En principio, los países con una gran deuda externa y/o déficits de cuenta corriente deberían, en un mercado de flotación libre, enfrentar presión a la baja sobre sus monedas. Una moneda más débil abarataría sus exportaciones, al inducir un cambio en la producción para satisfacer la demanda externa.



Posteriormente, deberían utilizarse medidas de política para reducir la demanda interna y orientar la producción hacia la demanda de exportaciones. En los países con grandes superávits operarían fuerzas opuestas. Esta secuencia permitiría un ajuste ordenado, para evitar la acumulación de desequilibrios aun mayores, tanto en países superavitarios como deficitarios, y así impedir una crisis.

Pero en la práctica estas fuerzas suelen operar solo durante períodos muy largos. Es iluso pensar que los tipos de cambio flotantes resolverán sin problema los desequilibrios de cuenta corriente:

- Los movimientos del tipo de cambio parecen tener poco que ver con las relaciones a más largo plazo entre deudores y acreedores. Impulsados por operaciones de compraventa a corto plazo para aprovechar tendencias al alza o a la baja de las monedas, los tipos de cambio pueden desviarse durante años de los niveles congruentes con los fundamentos macroeconómicos.
- Las variaciones del tipo de cambio no siempre inducen el cambio deseado en la producción, o al menos no de inmediato. Por ejemplo, las recientes depreciaciones del yen y la libra esterlina no han generado el aumento deseado del volumen de exportaciones.

- Las políticas internas no necesariamente reflejan la posición externa de un país. Estados Unidos es el mayor deudor internacional neto del mundo, pero nada le impide responder a desaceleraciones de la demanda global con más políticas para fomentar la demanda interna. Japón, China y Alemania son enormes acreedores, pero no por eso dejan de responder a una contracción general de la demanda con medidas a favor de las exportaciones. A más largo plazo, los recientes esfuerzos para propiciar depreciaciones del euro y el yen no han sido provechosos e incluso podrían inducir un comportamiento similar por parte de China.

Segundo, *las repercusiones de la política monetaria de las principales economías avanzadas son perjudiciales*. Con tasas bajas en Estados Unidos y muchos préstamos internacionales denominados en dólares, las tasas a largo plazo de otros países se correlacionan cada vez más con las estadounidenses. Como resultado, un efecto directo de estímulo en el gasto de otros países afecta los precios de los bienes y servicios actualmente producidos, así como de los activos. Según algunos académicos, la única forma de que estos países puedan recuperar un mínimo de autonomía para fijar su política monetaria es por medio de controles de capital, que restringen de diversa forma e intensidad las entradas y salidas de flujos de capital.

Además, el estímulo monetario parece reducir la percepción de riesgo entre los inversionistas. Antes de la crisis financiera internacional, eso llevó a los bancos internacionales a incrementar sus préstamos más rápidamente que su capital (es decir, aumentar el apalancamiento) y a otorgar más crédito a países más chicos. Desde la crisis, el Banco de Pagos Internacionales ha observado que los flujos internacionales de capital han estado dominados cada vez más por gestores de activos que compran bonos emitidos por empresas de mercados emergentes. Una gran proporción de esos bonos (especialmente en América Latina y Asia sudoriental) se emiten en centros financieros *offshore* y están denominados en dólares. Surge

así el fantasma de nuevos problemas de descalce de monedas si el dólar sigue fortaleciéndose. Además, estas afluencias de capital, junto con políticas para mantener bajo el tipo de cambio, amenazan con causar inflación y otros desequilibrios vinculados a una muy rápida expansión del crédito en las economías de mercados emergentes.



**Es iluso pensar que los tipos de cambio flotantes resolverán sin problema los desequilibrios de cuenta corriente.**

Quienes creen que el contagio de las economías avanzadas a las de mercados emergentes puede ser significativo plantean diversas formas de proteger a los países afectados, que consisten esencialmente en tratar de cortar cada uno de los vínculos del mecanismo de transmisión:

- Reducir, con regulaciones, el uso del apalancamiento por parte de los bancos mundiales y controlar las salidas de capital de las grandes empresas gestoras de activos.
- Permitir una mayor apreciación del tipo de cambio.
- Regular las entradas con controles de capital.
- Mitigar las consecuencias de esas entradas con políticas macroprudenciales. Es decir, políticas regulatorias dirigidas a reducir el riesgo de falla del sistema financiero general, en lugar de las políticas tradicionales enfocadas en instituciones individuales.

En los últimos años, el FMI ha avalado muchas de esas propuestas, como controles de capital y políticas macroprudenciales más vigorosas. Si bien podrían ayudar a atajar los efectos de contagio, tales medidas también tienen sus desventajas. Por ejemplo, las regulaciones, los controles de capital y las medidas macroprudenciales pueden evadirse y provocar distorsiones en un mercado libre, además de que pierden eficacia con el tiempo. Aunque pueda parecer sensato permitir que la mayor parte del ajuste recaiga en el tipo de cambio, la actividad cambiaria basada en tendencias puede alejar los tipos de cambio flotantes de su paridad subyacente de manera considerable y por mucho tiempo, con las consiguientes distorsiones económicas. En resumen, no existe una fórmula mágica.

Tercero, *el actual "no sistema" carece fundamentalmente de un ancla*. La construcción de una regla de Taylor mundial (ideada por el economista John Taylor para determinar cuánto debe un banco central modificar las tasas de interés para responder a la presión inflacionaria) muestra que la tasa de política monetaria mundial entre 2002 y 2012 fue sistemáticamente

inferior al nivel prescrito por la regla. Otros enfoques muestran que a partir de 1997 los indicadores mundiales de la tasa financiera real (descontada la inflación) cayó por debajo de indicadores similares de la tasa natural (la que mantendría baja la inflación y a las economías produciendo a su nivel potencial, según la estimación del FMI) a más largo plazo. Además, las diferencias entre la tasa financiera (real) y la natural se ampliaron significativamente en los años previos a la crisis financiera mundial. Desde el comienzo de la crisis, las medidas tomadas por los bancos centrales han restaurado un mínimo de estabilidad financiera, pero también han elevado el tamaño de sus balances a niveles sin precedentes. Resta por ver cómo evolucionará esta situación con el tiempo.

Hoy en día, la política monetaria sigue siendo muy expansiva en casi todas partes. Esto reviste especial importancia para Estados Unidos, que sigue siendo el ancla de cualquier vestigio de sistema monetario internacional. Pero la Reserva Federal debe fijar sus políticas únicamente sobre la base de las consecuencias esperadas para el país. Esto no solo es desfavorable para los países afectados por los efectos de contagio, sino que podría perjudicar también a Estados Unidos. Los demás países concentran hoy una proporción mucho mayor del producto que, por ejemplo, 20 años atrás, y los problemas en el resto del mundo podrían fácilmente terminar afectando a Estados Unidos en formas imprevistas.

Cada vez hay más estudios sobre la medición de la liquidez mundial, es decir, la cantidad de crédito y fondos disponibles mundialmente. Esto sin duda es bueno porque tenemos que rastrear el crecimiento monetario y crediticio en todo el mundo. Pero no existe ningún mecanismo de control para moderar o acelerar aumentos excesivos o insuficientes de la liquidez. Se ha propuesto un proceso de monitoreo internacional coordinado para evaluar los efectos transfronterizos de las políticas monetarias nacionales. Pero también se debe evaluar si no sería todavía mejor un sistema monetario internacional basado en reglas.

Cuarto, *no hay fuentes adecuadas de liquidez internacional en caso de crisis*. Los recursos del FMI para respaldar a países con dificultades de balanza de pagos resultarían totalmente insuficientes si surgieran dificultades en varios pequeños países a la vez o incluso en un solo país grande. Sin financiamiento público adecuado, un retiro del financiamiento del sector privado haría caer tanto la demanda interna, que el déficit en cuenta corriente desaparecería. Pero la recesión resultante sería extraordinariamente traumática, como se vio en Indonesia a fines de los años noventa, cuando la pérdida de financiamiento privado provocó el colapso de la economía y una enorme inflación. Las fuertes recesiones más recientes en algunos países de la periferia europea, después de que los bancos internacionales (principalmente del núcleo de Europa) suspendieran sus préstamos, son otro testimonio más de tales problemas.

Cierto es que, en los albores de la crisis financiera mundial de 2008, la Reserva Federal abrió líneas de *swap* poniendo dólares a disposición de varios países. Muchos bancos europeos, por ejemplo, sufrieron una pérdida de liquidez en dólares cuando se agotaron las fuentes de financiamiento de Estados Unidos

(especialmente los fondos de inversión en el mercado monetario). No obstante, unos pocos países resultaron beneficiados, y los criterios para elegirlos fueron poco claros y fijados por la Reserva Federal en lugar de la comunidad internacional. Además, las líneas de *swap*, supuestamente temporales, pasaron a ser permanentes en octubre de 2013.

Si los países sienten que no pueden depender del FMI para un adecuado respaldo de liquidez durante las crisis —o desean evitar las condiciones conexas— no debe sorprender que acumulen reservas para autoasegurarse. Lamentablemente, la acumulación de reservas contribuye a contener la apreciación de las monedas, lo cual hace más probable un alza de la inflación, otros desequilibrios y una crisis posterior. Una crisis de ese tipo parece estar amenazando a mercados emergentes importantes. En otras palabras, la acumulación de reservas refuerza la capacidad de un país para enfrentar una crisis, pero también aumenta la probabilidad de otra. Además, los países se ven tentados a recurrir a acuerdos regionales de respaldo recíproco, como líneas de crédito garantizadas por otros bancos centrales de la región. Aunque útiles en algunos aspectos, esos mecanismos también pueden erosionar el sentido de solidaridad mundial. Igualmente, pueden llevar a una condicionalidad —cambios en la regulación económica, por ejemplo— mucho menor que la que el FMI ordinariamente exigiría a cambio de su respaldo. Más riesgo moral, en un mundo ya repleto de riesgo moral, dista de ser un resultado óptimo.

### Se necesitan reglas

Lo que hoy pasa por ser un sistema monetario internacional, en realidad no lo es, porque no tiene reglas. Carece de un mecanismo internacional automático de ajuste para los desequilibrios de cuenta corriente. Permite grandes efectos de contagio, incluidos flujos brutos de capital, desde países más grandes (especialmente Estados Unidos) a otros más pequeños, con consecuencias potencialmente dañinas. Sufre la peligrosa ausencia de un ancla para la expansión crediticia y monetaria mundial, y no ofrece un prestamista internacional de última instancia con recursos suficientes.

Un acuerdo voluntario de todos los grandes países para conformar un sistema monetario internacional, que imponga responsabilidades a todos, podría reducir significativamente los peligros asociados con los desequilibrios mundiales. De hecho, suscitara en los deudores la voluntad de hacer rápidamente lo que sea necesario, y los acreedores también se verían forzados a cumplir un papel, dado que las crisis también repercuten en ellos. Un primer paso, deseable pero difícil, sería que todos los actores reconocieran las deficiencias del actual “no sistema”. Sin embargo, movilizar la voluntad de las naciones soberanas para cooperar en el diseño de un sistema mundial que beneficie sus propios intereses a más largo plazo será aún más complejo. ■

*William R. White es Presidente del Comité de Análisis de la Economía y del Desarrollo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. Escribe aquí a título personal.*