

¿Es la reciente crisis financiera señal del fin de la edad dorada del crecimiento estable?

MOMENTO DECISIVO



Remate de una vivienda en Pasadena, California, a consecuencia de la crisis hipotecaria desatada en Estados Unidos ■ Ap

Si la economía fuera un cuento de niños, a un extenso periodo de grandes ingresos y mejoría del nivel de vida le seguiría, siempre, una gran recesión. Desempleo creciente, caída del gasto y descenso de la producción: esa es la inevitable manera de percatarse de que han terminado los buenos tiempos de empleos abundantes e ingresos copiosos. La resaca tiene que ser del mismo calibre que la fiesta.

A ningún país le ha ido tan bien como a Estados Unidos (EU). Durante los anteriores 20 años o más, su economía ha disfrutado de una envidiable combinación de crecimiento estable y baja inflación. Para colmo de su buena fortuna, los gastos han excedido siempre sus ingresos —lo que ha generado un continuo déficit de cuenta corriente— sin daños evidentes para la economía. De acuerdo con los registros históricos, los reveses ocasionales han sido notablemente pequeños. A principios de 1991, por ejemplo, el producto interno bruto (PIB) estadounidense cayó dos trimestres consecutivos (una definición común de recesión). Pero la producción pronto se recuperó y para finales de año había sobrepasado su punto máximo anterior. El siguiente descenso, en 2001, fue aún más leve: el PIB descendió menos de medio por ciento.

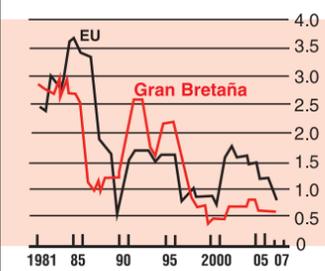
De manera más reciente, otros países ricos han disfrutado de una mejoría similar de su estabilidad económica. Los altibajos de la vida económica, conocidos como ciclos de negocios, han sido más tersos que antes. En parte esto se debe al clamor por activos financieros e hipotecarios, y a que las empresas y los hogares han recurrido más al crédito. Muchas cosas dependen de que continúe esta edad de oro de estabilidad.

Pero las percepciones sobre el riesgo cambian. La economía de EU, que por tanto tiempo ha parecido impenetrable, el año pasado creció de manera más bien apacible, sobrecargada por el desplome en la construcción vía hipotecas. La actual crisis en los mercados de crédito amenaza con una recesión. Algunos observadores, mucho tiempo desconcertados por la capacidad de EU de vivir más allá de sus medios y postergar lo que ven como un descenso inevitable, piensan que a la economía más grande del mundo podría, por fin, haberse agotado la suerte.

Los puntos de vista contradictorios sobre el futuro son, por sí mismos, cíclicos. Cuando el crecimiento es estable, la creencia de que el ciclo de negocios

Cada vez más estable

Volatilidad del crecimiento del PIB*



*Desviación estándar quinquenal
Fuente: Thompson Datasream

puede ser benigno es normalmente alta. Cuando la recesión amenaza, esa confianza puede desaparecer con rapidez. Desde un punto de vista pesimista, la “gran moderación” —el marcado descenso de la inestabilidad económica en EU y otros países ricos— resultará ilusoria. Pero un optimista objetaría que la enorme mejoría de la estabilidad económica ha sido tan evidente que no desaparecerá así nomás de la noche a la mañana.

La economía mundial ha alcanzado un punto decisivo. Si la mágica combinación de crecimiento y estabilidad ha sido pura suerte, es el momento de hacer una corrección dolorosa largamente pospuesta. Pero si se ha debido a cambios en la forma en la que el mundo funciona, ¿significaría que la edad de oro se prolongará?

¿Suerte o buen juicio?

La mayor parte de la atención que se pone en los buenos tiempos ya idos, así como en los malos actuales, ha estado sobre EU, donde las fluctuaciones del crecimiento económico han

caído a casi la mitad desde principios de los años 80 (VER GRÁFICA 1). El índice de crecimiento de la economía ha variado menos de un trimestre a otro y de un año a otro. Las recesiones han sido más raras, más cortas y más leves.

El síntoma más visible de esta trayectoria más tersa está en el mercado de empleos. Desde mediados de los años 80, el índice de desempleo estadounidense ha fluctuado mucho menos que en generaciones anteriores. Entre 1961 y 1983, la tasa de desempleo anual de EU varió de 3.5% a 9.7%. Desde 1984 ha permanecido dentro de límites más estrechos: de 4% a 7.5%.

La buena fortuna de EU se ha duplicado en otras partes. Un estudio publicado el año pasado por Stephen Cecchetti, de la Universidad Brandeis; Alfonso Flores-Lagunes, de la Universidad de Arizona, y Stefan Krause, de la Universidad Emory, encontró que 16 de las 25 economías de Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), entre ellas Gran Bretaña, Alemania, España y Australia, habían tenido también evidente mejoría en su estabilidad económica.

¿Qué hay detrás de ese cambio? Desde el punto de vista escéptico, esa estabilidad no tiene causa alguna: es cuestión de suerte. Las conmociones económicas —bruscos cambios de las condiciones financieras— han sido menos intensas por pura casualidad. La economía no soporta mejor los golpes; lo que sucede es que, desde las dos crisis de abastecimiento de petróleo de los años 70, no han sido tan duros.

Sin embargo, la economía global ha recibido algunos golpes importantes durante la edad

de oro. En la década pasada, el mundo rico sobrevivió a la crisis financiera asiática, la moratoria rusa, el auge y la quiebra de las empresas *punto com*, los ataques terroristas a EU, fuertes aumentos en el precio del petróleo y la incertidumbre derivada de las guerras en Afganistán e Irak. Aun así, la volatilidad económica no se ha elevado. Es cierto que en un mundo que era dependiente en grado sumo del crudo, la brusca reducción del suministro de energía fue un acontecimiento único y traumático. Pero por aquel entonces las economías eran más rígidas: los mercados laborales menos flexibles y los productores encontraban más obstáculos en la regulación. Los dolorosos resultados no pueden achacarse del todo a la dependencia energética.

La economía flexible

La explicación más plausible es que las economías absorben mejor los embates financieros porque son más flexibles. Hay cambios estructurales que podrían haber contribuido a esto, desde la globalización a la disminución de la manufactura en el mundo rico. La literatura académica insiste en tres: una mejor administración de los inventarios mercantiles, innovaciones financieras que ampliaron los mercados de crédito y una política monetaria más inteligente.

Para ser una parte tan diminuta de PIB, las existencias almacenadas han tenido un enorme y sorpresivo efecto sobre su volatilidad. Cuando las industrias reducen o aumentan sus existencias de acuerdo con la demanda, ese ajuste amplifica los efectos del cambio inicial en ventas. Los niveles de existencias fueron alguna vez mucho mayores, en relación con el tamaño de la eco-

nomía; de tal manera, una pequeña disminución de la demanda podría con facilidad degenerar en recesión. Pero gracias a los adelantos tecnológicos, las empresas tienen ahora información más oportuna y mejor sobre sus compradores. El espionaje industrial y la producción en menor escala permiten a las compañías ajustar la oferta a condiciones cambiantes. Esto hace innecesario tener reservas enormes y reduce al mínimo los bandazos en los inventarios que alguna vez fueron tan desestabilizadores. El inventario entero de algunas empresas consiste ahora en lo que FedEx o UPS les transporta.

Cecchetti y sus colegas consideran que, en promedio, más de la mitad de la mejoría en la estabilidad del crecimiento económico en los países que examinaron se debió a ciclos de menores inventarios. Que algo tan cotidiano como la administración de la cadena de suministro pudiera tener efectos tan marcados, parecería una conclusión tonta. Pero la estupidez es una virtud, ya que las mejoras tecnológicas son irreversibles. Lo que quiere decir que entre más estabilidad provea, más probabilidades hay de que sea permanente.

El caos de Wall Street

Si una mejor logística es una ventaja absoluta para la economía, los beneficios de las innovaciones financieras podrían parecer más dudosos, al menos por este momento. Los complejos crediticios derivados, como las obligaciones de deudas colaterales (CDO, por sus siglas en inglés), han creado un embrollo realmente feo. Pero si, quizá, ha sido demasiado fácil adquirir créditos, eso en sí mismo ha sido una novedad. El crédito fue racionado de manera estricta, durante los años 80 y 90, hasta que una ola de desregulaciones e innovaciones ocasionó su expansión. Esto, a su vez, proporcionó el medio de tapar huecos temporales en su poder de compra a una más amplia gama de empresas y consumidores.

Durante las semanas recientes, la calificación crediticia y la seguridad han sido puestas a escrutinio. Pero el empleo de técnicas para evaluar el riesgo de quiebra, junto con la reventa de préstamos mediante valores comerciales adecuados para los ahorradores, ha ampliado el acceso a fondos crediticios y ha roto el rígido vínculo entre ingresos y gastos. Los proyectos de la inversión ya no dependen de los caprichos del flujo de caja de una empresa. Y los consumidores pueden ajustar mejor sus gastos a sus ingresos de por vida. Un fondo de crédito más grande significa que los descensos en el poder de compra no necesariamente provocarán una espiral descendente en la demanda y el ingreso. Todos estos son valiosos avances que favorecen el ciclo de negocios.

La tercera explicación de la moderación es que los bancos centrales, al controlar la inflación, han promovido también un crecimiento económico más estable. En efecto, tan extendida es esta suposición que, a veces, el poder de los bancos centrales se ha exagerado. Es probable que la recuperación —el mes pasado— de las principales bolsas de valores del mundo haya sido propiciada por la “fe en la Fed”: la creencia de que el banco central de EU reducirá las tasas de interés para prevenir la recesión.

En principio, controlar la inflación ayuda a estabilizar la economía. La alta inflación tiende a ser volátil y se ha demostrado que inflación errática y grandes fluctuaciones en el crecimiento del PIB tienden a ir de la mano. Ese vínculo estadístico podría ser más que una posibilidad. Una inflación alta y variable interfiere con el terso funcionamiento de las economías. Y oscurece la variación de los precios relativos que indica a los productores la manera en que cambian los gustos de la clientela. También ocasiona variaciones en las tasas reales de interés y volatiliza los patrones del gasto.

Aunque la teoría sea convincente, los estudios empíricos batallan por precisar los vínculos entre una mejor política monetaria y ciclos más benignos. Ben Bernanke, jefe de la Reserva Federal, ha argumentado que “la explicación política de la Gran Moderación merece más crédito del que ha recibido en la literatura”. Al menos, los bancos centrales han dejado de incrementar la volatilidad económica, aún si no han hecho mucho para reducirla.

El amortiguador que golpea

Aunque sea perverso argumentar que la edad de oro no ha sido puesta a prueba, sería tonto excluir una crisis (o una combinación de crisis) que pudiera quebrantar la resistencia de la economía. Si se combinan las actuales dificultades de los mercados crediticios con la vulnerabilidad de los mercados inmobiliarios; es fácil imaginar que las economías ricas del mundo estarán en problemas.

Lo que hace que la confusión presente sea tan inquietante es que uno de los mecanismos que ayudaron a estabilizar el crecimiento ha comenzado, de repente, a amenazarlo. La innovación financiera es esencial para la Gran Moderación, pero sus creaciones más recientes han permitido que el crédito se otorgue con grandes facilidades de pago. Ahora, las consecuencias envenenan los mercados de financiamientos a corto plazo que son tan esenciales para el buen funcionamiento de la economía.

Los retrasos o la falta de pago de las hipotecas de riesgo esta-



Escena a las puertas de una sucursal del Northern Rock, banco hipotecario rescatado esta semana por el gobierno británico, en el distrito londinense de Harrow ■ Ap

dunenses han provocado que los inversionistas pierdan la fe en los valores que respaldan. El impacto ha derivado en una repulsión general contra activos donde el ingreso depende de pagos de la deuda de consumidores. A medida que el financiamiento se agota, la restricción resultante ha presionado el alza de las tasas de interés del mercado de dinero que determinan el costo de los préstamos para casas y pequeños negocios.

Mientras los mercados crediticios continúen deteriorados, no puede confiarse totalmente en la autorregulación normal de la economía. Un canal que durante tanto tiempo ha ayudado a suavizar el crecimiento económico podría ahora amenazarlo. Un amortiguador podría convertirse en un amplificador de la crisis.

En efecto, es probable que la propia estabilidad del crecimiento hubiese alentado a las personas a adquirir una carga de deuda que podría ser problemática. El fuerte crecimiento del crédito es causa y consecuencia de la edad de oro.

La creencia de que el ciclo de negocios ha sido dominado ayuda a explicar por qué en muchos países ricos los precios inmobiliarios se elevaron tanto. Una economía menos volátil tiene flujos de ingreso más confiables y, como se dice, justifica precios más altos para todos los bienes, incluso los inmobiliarios. Menos miedo a la pérdida del empleo significa que los que adquieren casas en EU, Gran Bretaña y otras partes han estado felices de obtener enormes préstamos inmobiliarios.

Pero como todos los auges, la demanda inmobiliaria depende de acreedores aún más aventurados. Una vez que las condiciones de crédito se estrechan, los adquirientes inmobiliarios marginales son excluidos del mercado. Esta es una probable consecuencia de los problemas en Northern Rock, banco hipotecario rescatado esta semana por el gobierno británico. Northern Rock era titular de una enorme porción de los créditos hipotecarios que se otorgaron a principios de año. Pero después de una gran demanda, el banco ha per-

peligro consiste en que se hagan complacientes ante la inflación. Hay una lamentable historia acerca de cómo la relajación monetaria minó una vez las esperanzas de una economía más estable. En 1959 Arthur Burns, entonces presidente de la Oficina Nacional de Investigación Económica, hizo la famosa predicción de que “no es probable que el ciclo de negocios sea tan inquietante o problemático para nuestros hijos como alguna vez lo fue para nuestros padres”. Durante una década ese optimismo pareció justificado. Pero en los años 70, cuando Burs era el director de la Fed, el desempleo se elevó, la inflación se disparó y una creciente sensación de crisis económica volvió ridícula la idea de que los gobiernos podían controlar el ciclo de negocios. Las tentativas de ajustar la economía con dinero barato condujeron a una inflación más alta y aumentaron la inestabilidad económica.

En su nuevo libro, Greenspan advierte que el progreso en formulación de políticas es siempre vulnerable al retroceso. Con la mira puesta en 2030, Greenspan teme que las cargas de una población envejecida, tarde o temprano, presionen el aumento de la inflación. Y los futuros presidentes de la Fed no pueden confiar en que los efectos deflacionistas de la globalización suavizarán los precios, como Greenspan confiaba, ya que con el tiempo esos efectos se atenúan.

Greenspan se pregunta si los políticos harán efectiva la estabilidad de precios. “No se sabe si la Fed podrá aplicar las costosas lecciones de política monetaria de las pasadas cuatro décadas. Pero, a corto plazo, el estado disfuncional de la política estadounidense no me da gran confianza.”

Una vez que la gente percibe que la inflación se sale de control, los cambios de las expectativas pueden cumplirse por su propia naturaleza. Las empresas suben los precios y los empleados demandan salarios similares. Si las expectativas inflacionarias se disparan, los bancos centrales tendrán que aumentar las tasas reales de interés (o los mercados de valores lo harán por ellos). La política, de nuevo, podría convertirse en fuente de conmociones económicas.

Hoy, es posible que sea más lo que está en juego. Las economías sumamente apalancadas confían en bajas tasas de interés nominales para mantener manejable el servicio de la deuda. Un pico en los rendimientos de los bonos causaría enorme inestabilidad en la medida que los pagos de intereses consuman los gastos disponibles. Si, en efecto, los banqueros centrales más inteligentes han jugado un gran papel en la Gran Moderación, esto hace pensar qué tan fácil se olvidan los peligros de una política monetaria relajada.

Modificaciones a la baja

La perspectiva de una depresión inmobiliaria global es aterrador. Por el momento, continúa siendo un riesgo plausible. Si los precios inmobiliarios se mantienen firmes, es probable que las alteraciones del mercado crediticio aún puedan dañar el crecimiento en 2008. Incluso si los mercados de dinero vuelven a la normalidad —y hay síntomas de que esto está pasando— los préstamos que los bancos han sido incapaces de redocumentar, van a asentarse en los balances, complicando su capacidad crediticia. Lineamientos crediticios más cuidadosos se traducirán en que los empresarios y jefes de familia encontrarán más difícil obtener préstamos. Esto afectará a la economía mundial.

Confiar en la Fed

Los pronósticos del sector privado para el mundo desarrollado se están modificando, en forma comprensible, a la baja. De manera reveladora, los cambios más significativos se refieren a las tasas de interés. La probabilidad de que las tasas aumenten en Europa ha sido descartada durante mucho tiempo. Y muchas proyecciones de los fondos de la Fed fueron reducidas decisivamente ante una decisión de disminuirlas esta semana. En esencia, los mercados apuestan a que la Fed pueda salvarlos. Las bolsas, al menos, no parecen estar valoradas por una recesión, o algo parecido.

Respecto de esto, las bolsas podrían estar simplemente aplicando el manual. ¿Si las acciones del banco central se acreditaron con los suaves descensos anteriores, entonces por qué no ésta? La economía global ha demostrado ser mucho más resistente de lo que, a menudo parecía. Y mostró muy pocos signos de problemas antes de las dislocaciones del mercado crediticio, sobre todo porque el crecimiento fuera del mundo rico ha sido sólido.

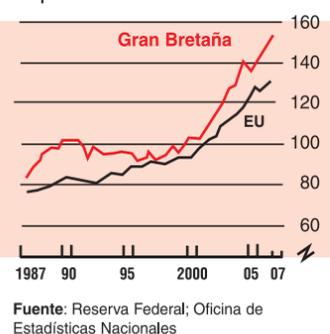
Estados Unidos sigue siendo el mayor riesgo. Aun allí, donde el panorama es más sombrío, la recesión no se puede dar por segura. Tal vez lo mejor que pueda esperarse —y tal vez lo que los políticos buscan conseguir— sea la continuación del crecimiento dificultoso de los años pasados, lo cual ayudaría a contener las presiones inflacionarias sin causar excesiva dislocación de la economía.

El año pasado, EU se volvió menos esencial para el crecimiento global. Pero es un gran importador y un estancamiento afectaría a otros países. Su fortuna en el año próximo tendrá enorme significado también por otras razones. EU ha estado al frente de la Gran Moderación y es probable que haya empujado los límites de riesgo. Si sufre una caída, será un presagio para el resto del mundo desarrollado.

FUENTE: EIU

Hundidos en deudas

Deudas familiares como porcentaje de los ingresos disponibles



dido su capacidad de hacer nuevos negocios.

Durante el año pasado, Gran Bretaña ha crecido de manera regular, pero tiene las mismas líneas de fractura que EU: un mercado hipotecario sobrevalorado, consumidores con grandes deudas (VER GRÁFICA 2) y un enorme déficit comercial. A diferencia de otros países europeos, tiene un gran mercado hipotecario sin riesgo. Aunque menos de 10% del reciente crecimiento del préstamo haya sido de riesgo, este porcentaje se eleva a alrededor de 25% si se toma en cuenta a los acreditados que no demostraron cuánto ganan, de acuerdo con David Miles, de Morgan Stanley.

Así como el virus del mercado de hipoteca *subprime* (de riesgo) de EU está infectando los mercados de dinero de todas partes, así el descenso inmobiliario podría extenderse a escala mundial. Como esta semana recordó a todos Alan Greenspan, ex director de la Fed, ha habido auges inmobiliarios en al menos 40 países diferentes y “EU no está, de ninguna manera, por arriba de la media”. Si los precios inmobiliarios globales están tan relacionados en su caída como lo estuvieron en su ascenso, el dolor no se limitará a EU. Las grietas que se han extendido con la crisis crediticia podrían ser la red por la cual viaje el malestar inmobiliario.

Mientras los bancos centrales tratan de mitigar estos riesgos que enfrenta el crecimiento, el

