Economist Intelligence Unit ▶ CRISIS

EL FIN DEL DIOS MERCADO

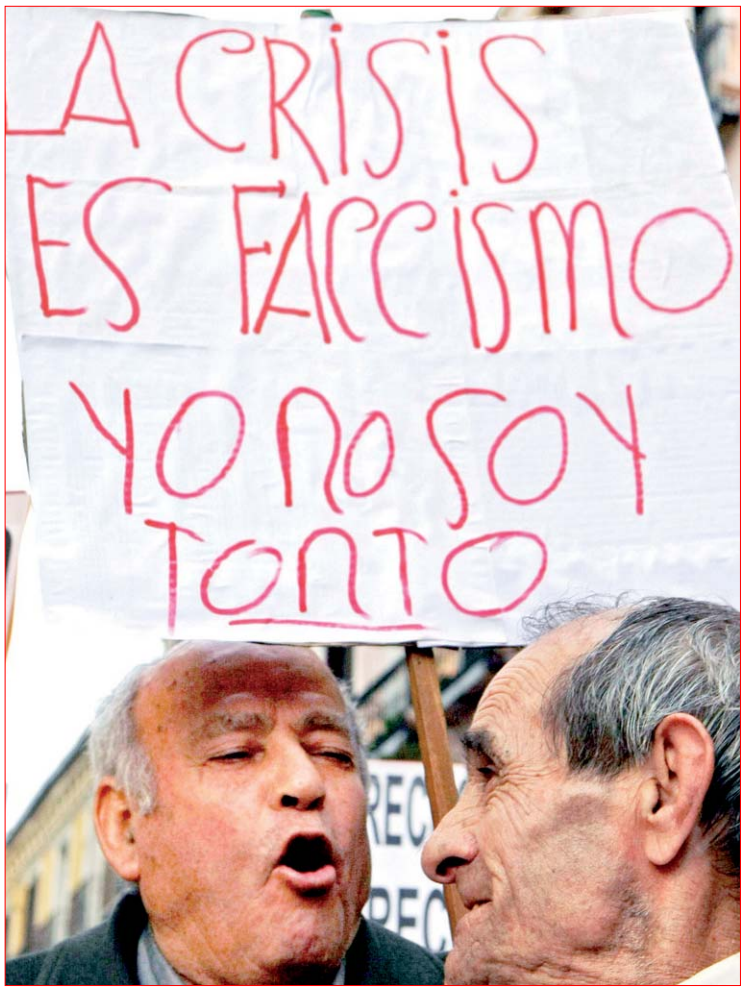
Otro dios ideológico ha caído. Las premisas que dominaban la política internacional y las políticas públicas parecen hoy tan anticuadas como antes se decía del socialismo revolucionario.

"Las palabras más aterradoras del idioma inglés son: 'vengo del gobierno para ayudar'", dijo en su momento Ronald Reagan, héroe del conservadurismo estadunidense. Parece historia antigua hoy, cuando los gobiernos inyectan miles de millones de dólares, euros y libras en los sistemas financieros.

"Los gobiernos son malos; los mercados desregulados son buenos": ¿cómo puede esta doctrina seguir ilesa luego que Alan Greenspan, pupilo de Ayn Rand y banquero central dominante de la era, dijo en su testimonio ante el Congreso de EU, el pasado octubre, que la ineptitud de las instituciones crediticias para proteger el capital de sus accionistas lo había dejado perplejo?

En Occidente, la ideología pro mercado de las tres décadas pasadas fue una reacción a lo que se percibió como el fracaso de la economía mixta, el modelo keynesiano de las décadas de los 50, 60 y 70. El avance hacia el mercado se asocia con el triunfo electoral de Reagan en EU, en 1980, y la asunción de Margaret Thatcher como premier de Gran Bretaña, un año antes. Importancia casi similar tuvo el papel de Paul Volcker, entonces presidente de la Reserva Federal, en el combate a la inflación.

Otros hechos conformaron la época: el viraje chino de la economía planificada al mercado, en el gobierno de Deng Xiaoping, y el colapso de la Unión Soviética entre 1989 y 1991. El fin de la *guerra fría* y, sobre todo, el ingreso de miles de millones de participantes en una economía mundial que se globalizaba con rapidez fueron los puntos destacados de esta era.



Elocuente mensaje durante la manifestación del sábado pasado en el centro de Madrid para exigir viviendas asequibles ■ Foto Reuters

Hoy, ante una crisis financiera global y una disminución de la actividad económica, el mundo vuelve a cambiar. El sistema financiero es el cerebro de la economía de mercado. Si hace falta un rescate tan costoso, ¿qué queda del rechazo de Reagan a los gobiernos? Si el sistema financiero fracasó, ¿hay aún confianza en los mercados?

Es imposible, en un momento decisivo como éste, saber hacia dónde vamos. Durante los años 70, pocos imaginaron que en la época siguiente se dominaría la inflación y declinaría la Unión Soviética. Lo que ocurra depende de decisiones aún no tomadas y de conmociones desconocidas. Sin embargo, la combinación de un colapso financiero con una enorme recesión, si no empeora, seguramente cambiará el mundo. La legitimidad del mercado se debilitará; se dañará la credibilidad de EU, la autoridad de China crecerá; la globalización podría irse a pique. Es un momento de gran agitación.

¿Cómo llegó el mundo a esto? Parte esencial de la respuesta radica en que la era de la liberalización contenía las semillas de su propia destrucción: ha sido un periodo de enorme crecimiento en la dimensión y rentabilidad del sector financiero; de frenética innovación financiera; de crecientes desequilibrios macroeconómicos; de gigantescos niveles de endeudamiento en los hogares, y de grandes burbujas en los precios de los activos.

En EU, corazón de la economía de mercado y centro de la tormenta actual, la deuda agregada del sector financiero trepó del equivalente a 22% del producto interno bruto (PIB) en 1981 a 117% del PIB en el tercer trimestre de 2008. En Inglaterra, que depende aún más de su actividad financiera, la deuda bruta del sector financiero ha llegado a casi 250% del PIB (VER GRÁFICAS).

Carmen Reinhart, de la Universidad de Maryland, y Kenneth Rogoff, de Harvard, sostienen que la era de la liberalización fue un tiempo de crisis financieras muy frecuentes, sólo superadas, desde 1900, por la de los años 1930, y una era de enormes burbujas de precios. Al intervenir para mantener sus tipos de cambio y al acumular reservas de divisas, los gobiernos de las economías emergentes generaron enormes superávit de cuenta corriente que reciclaron, junto con flujos de capital privado, en flujos de salida de capital oficial: entre fines de los años 1990 y el pico de julio de 2008, sus reservas monetarias se elevaron 5 mil 300 mdd.

Estos enormes flujos de capital, además de los acostumbrados superávit de países de altos ingresos y los boyantes superávit de los exportadores de petróleo, terminaron en su mayoría en un pequeño número de países de altos ingresos, en particular EU. Durante el pico, EU absorbió casi 70% del resto de los excedentes de ahorro del planeta.

Mientras, en el mismo EU, la proporción de la deuda doméstica respecto del PIB se elevó de 66% en 1997 a 100% una década después. En Reino Unido se presentaron incluso saltos mayores en el endeudamiento interno. Estos incrementos de la deuda doméstica se vieron fomentados, a su vez, por sistemas financieros elásticos e innovadores en exceso y, en EU, por programas gubernamentales.

A la vez, el sector se innovaba sin cesar. Warren Buffett, el multimillonario inversionista estadounidense, describió los derivados como "armas financieras de destrucción masiva". Al menos en parte, tenía razón. En esta década emergió un "sistema financiero en la sombra" y la banca tradicional fue remplazada por un modelo de documentación de activos "originar y distribuir", como la deuda colateralizada. Este modelo estalló en 2007.

Somos testigos de la crisis más profunda, amplia y peligrosa desde los años 30. Como señalan en otro texto Reinhart y Rogoff, las "crisis bancarias están asociadas a profundos declives en producción y empleo". Esto se debe, en parte, a que los balances han estado bajo enorme presión: en EU, la deuda total llegó a un pico histórico apenas por debajo de 350% del PIB; 85% de esa deuda es privada. En 1980, era de poco más de 160%.

Entre las posibles consecuencias de este *shock* figuran: enormes déficit fiscales en países con déficit externos, conforme traten de mantener su demanda; prolongada recesión mundial; brutal ajuste de la balanza de pagos global; colapso del dólar; inflación al alza y vuelta al proteccionismo. Con toda seguridad, la transformación será mayor en el sector financiero. Ha fracasado la idea de que las finanzas modernas podían transferir el riesgo a quienes estaban en mejores condiciones para manejarlo. En cambio, el paradigma es que el riesgo ha sido transferido hacia los que tenían menos capacidad de comprenderlo. Como señaló Volcker el pasado abril: "el flamante sistema financiero fracasó en la prueba del mercado".

En un artículo reciente Andrés Haldane, director ejecutivo de estabilidad financiera del Banco de Inglaterra, muestra lo poco que los bancos sabían sobre los riesgos que supuestamente podían manejar. Haldane atribuye estos fracasos a una "miopía de desastre" (tendencia a subestimar riesgos), falta de conciencia sobre las "externalidades de red" (excedentes que van de una institución a otra) e "incentivos inequitativos" (mayores para empleados y menores para accionistas y contribuyentes).

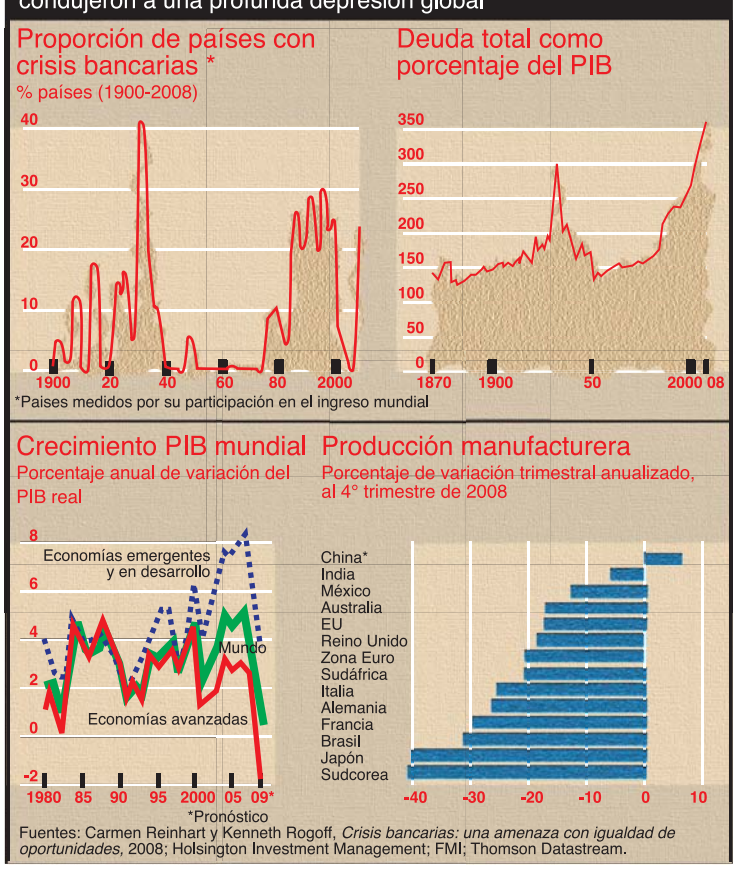
Sin embargo, si el sistema financiero ha sido disfuncional, ¿hasta qué punto podemos confiar en la maximización del valor para el accionista como guía de los negocios? Después de todo, la mayor parte de las participaciones está bajo el control de instituciones financieras. Los acontecimientos de los 18 meses pasados deberían confirmar la locura de esta idea. Es mejor, muchos concluirán, que los administradores determinen la dirección de sus empresas a dejar que otros participantes o los mercados financieros lo hagan.

Antes de esta crisis, el "nuevo capitalismo" aún no había sido puesto a prueba. La prueba llegó y el "nuevo capitalismo" fracasó. La era de la liberalización financiera ha terminado. Pero, a diferencia de de los años 30, no hay una alternativa a la economía de mercado que tenga credibilidad, y los hábitos de la cooperación internacional son arraigados.

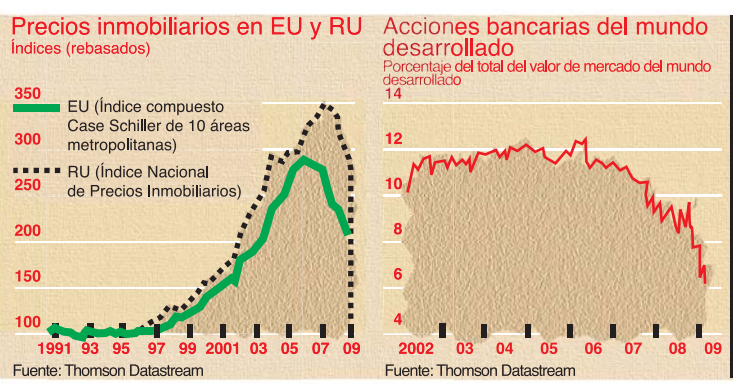
"Tengo la sensación de que ya no estoy en Kansas", dijo Dorothy después que un tornado la arrojó, junto con su casa y su perro, en la tierra de Oz. El mundo de las tres últimas décadas ha desaparecido. Ahora nos corresponde descubrir dónde terminaremos después de este tornado financiero.

FUENTE: EIU

La era de la liberalización contenía las semillas de su propia destrucción: las crisis financieras y una explosión de la deuda condujeron a una profunda depresión global



Fuentes: Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, *Crisis bancarias: una amenaza con igualdad de oportunidades,* 2008; Holsington Investment Management; FMI; Thomson Datastream.



Traducción de textos: **Jorge Anaya**