

LA CRISIS INTERNACIONAL

*Disertación del Dr. José Siaba Serrate
en sesión pública del Instituto de Política Internacional,
del 21 de octubre de 2009*

LA CRISIS INTERNACIONAL

Por el DR. JOSÉ SIABA SERRATE

Prefacio

La crisis financiera de 2007 devino un año después, tras la caída del banco de inversión Lehman Brothers¹, en una profunda dislocación de la economía real, el comercio internacional, el funcionamiento de la banca y las finanzas en todo el orbe.

Es una paradoja que esta gran crisis –la mayor conmoción desde la Gran Depresión de los años treinta– haya surgido de las entrañas de un período prolongado de bonanza excepcional. Durante la Gran Moderación –como se conoce en la literatura específica este pasaje de 25 años (de 1982 a 2007)– las economías desarrolladas y sus políticas lograron domar las sinuosidades del ciclo, atenuando los efectos nocivos de los episodios de recesión y tornándolos más breves y espaciados. La Gran Moderación presidió no sólo una vertical reducción de la volatilidad² sino un for-

¹ El 15 de septiembre de 2008.

² La variabilidad de la tasa de crecimiento del producto bruto de los EEUU disminuyó 55% entre 1965-1983 y 1984-2006 (según Nakov-Pescatori). Las oscilaciones de la tasa de inflación mermaron 60% en el citado intervalo. Y lo mismo ocurrió con variables sensibles como las fluctuaciones de las tasas reales de interés (-31%) y los cambios en la cotización real del petróleo crudo (-20%).

midable despliegue simultáneo de altas tasas de crecimiento del producto bruto, del comercio y los flujos de capitales con el correlato de muy bajas tasas de inflación³. Y su influencia se extendió de los países desarrollados a todo el globo. Desde 2002 hasta 2007 (inclusive), la marcha de la economía mundial presentó un cuadro compacto de integración donde las economías emergentes además de participar en forma plena lideraron, de manera amplia y consistente, el proceso de expansión.

Por extraño que parezca, la prosperidad y la estabilidad macroeconómica persistentes precedieron, en otras muchas ocasiones, a la irrupción de crisis financieras y reales de magnitud. Basta citar, como ejemplo célebre, la Gran Depresión o, en tiempos más cercanos, la experiencia de Japón en los años noventa. Que la bonanza y la estabilidad puedan incubarse en su seno a sus opuestos –la crisis y la inestabilidad– es una tesis dialéctica que se justifica por el prisma distorsivo que imponen sobre la apreciación del riesgo y por su corolario obligado, la creciente exposición al riesgo del sistema. Al sostenerse en el tiempo, la bonanza y la estabilidad no sólo reducen los riesgos presentes sino también su percepción futura; estimulan su apetito y, a la par, disminuyen la compensación que a priori se exige para afrontarlos.

La Gran Moderación asistió –sin perturbarse– a drásticas transformaciones en el mapa político y económico como la caída del muro de Berlín en 1989, la unificación alemana, el lanzamiento de la moneda europea común y las reformas económicas exitosas de China e India que –al integrarse con el mundo– más que triplicaron la oferta laboral efectiva. La experiencia no estuvo, por cierto, exenta de tropiezos. Fue atravesada por crisis puntuales,

³ Conforme a las tesis en boga, tres factores concurrentes promovieron la Gran Moderación. Una política monetaria atinada, los cambios estructurales de la economía y la buena suerte. Como la suerte favorable, para que perdure a lo largo de 25 años, requiere un andamiaje de sostén, la literatura (previa a la crisis) considera a la Gran Moderación como un testimonio empírico de una mejor calidad de instituciones, prácticas y comportamientos del sistema económico en su conjunto.

muy destructivas en potencia, pero que no consiguieron derramarse en forma sistémica, siendo contenidas con éxito (provocando sólo contusiones menores o periféricas). Ello sembró la confianza en la capacidad de las autoridades para responder con eficacia ante situaciones críticas no previstas.

A diferencia de los azarosos rescates comandados por el Fondo Monetario Internacional entre 1994 y 1998 en las economías emergentes –desde México a Rusia, pasando por el Sudeste de Asia y Corea del Sur– en los que el objetivo estabilizador se conseguía a la postre, pero a costa de un tendal de víctimas y tremendos destrozos, las intervenciones de la Reserva Federal fueron siempre estilizadas, incruentas y rápidamente efectivas. Desde el debut de Alan Greenspan al timón de la FED en el crac de octubre de 1987 (cuando ni siquiera sobrevino una módica contracción económica) hasta el episodio del fondo Long Term Capital en 1998 (que tampoco se empañó por una recesión). En 2001, con el estallido de la burbuja de las acciones tecnológicas, la caída de las Bolsas y los ataques a las Torres Gemelas, la recesión no pudo sortearse pero resultó breve y moderada, en nítido contraste con la dimensión de los shocks adversos.

Tamaño eficacia –desplegada casi sin mácula a lo largo de dos décadas– sembró el riesgo moral (“moral hazard”) de manera abundante pero sutil⁴. Y en el tiempo alentó la acumulación de riesgos. No hay mejor estímulo para la audacia que la percepción de que los riesgos son reducidos y, en última instancia, controlables. Así se construyó, piso a piso, la torre de Babel de la abundancia del crédito, la cumbre elevada desde donde se zambulló

⁴ El dedo acusador se alzó contra los sucesivos rescates del FMI pero no se registró la misma actitud para referirse a las acciones de los bancos centrales del G7. La Argentina experimentó en carne propia la transición de las estrategias de “bail out” a la versión más cruenta de “bail in” en 2001, después de que el gobierno del presidente De la Rúa batallara infructuosamente por evitar el default de su deuda pública. Los dólares de los plomeros estadounidenses que, en su primer mandato, retaceó la Administración Bush, terminarían engrosando las ayudas del plan TARP al filo de su segundo período.

la crisis. Hubiese sido imposible desplegarse hasta una altura de vértigo de no haberse contado con el sostén reiterado de antecedentes tan favorables.

La naturaleza de la crisis

Los modestos orígenes de la crisis –que se pueden rastrear en las dificultades de cobranza en el segmento de las hipotecas de baja calidad (*subprime*) en los EEUU– no hacían presagiar un shock de envergadura macroeconómica. Acontecimientos dramáticos como el crac de Octubre de 1987; la crisis asiática, el default ruso y el salvataje del fondo Long Term Capital de 1997-1998 o el estallido de la burbuja de las acciones tecnológicas y de Internet, sumado al ataque a las Torres Gemelas de 2001, gozaron, al inicio, de mejores credenciales como focos capaces de irradiar inestabilidad. Sin embargo, sus amenazas resultaron absorbidas sin menoscabo grave para el funcionamiento del sistema financiero ni de la economía internacional. En consecuencia, ambas arquitecturas recibieron sólo leves cuestionamientos que amainaron cuando cesaron los trastornos, poco tiempo después. Su diseño, en esencia, sobrevivió inalterado.

Otro sería el destino de la saga de las hipotecas *subprime* (y de sus derivados). El problema que prometía más sencilla contención no logró ser conjurado. No importó que su dimensión fuera pequeña. En todo caso, en febrero de 2007, el veneno *subprime* podía ser considerado letal pero la dosis era módica como para provocar una mortandad extendida. El total de las hipotecas *subprime* alcanzaba a menos de 5% del PBI de los EEUU (y a 1,4% del crédito total de la economía). En perspectiva, las desventuras de las hipotecas de baja calidad fueron el pedrusco, el trozo de roca, que al rodar y favorecer otros desprendimientos, desató el alud.

En rigor, la potencia destructiva del aluvión devino menos del tamaño de la piedra inicial que de la pendiente del plano inclinado (y de su particular recorrido). En una avalancha no hay necesariamente contradicción entre una causa pequeña y un daño enorme. El gran apalancamiento del sistema financiero y sus múltiples nodos de interconexión –o sea, el énfasis extremo en la eficiencia de sus operaciones– resultó decisivo dado el error de cálculo en la administración de riesgos. En el inventario final, importó mucho menos la causa directa que los mecanismos de amplificación y propagación. Es dable pensar que otros argumentos, de mayor o menor fuste que las tribulaciones *subprime*, podrían haber generado un proceso similar⁵. Y, por cierto, existían otros disparadores potenciales a mano. La tesis dominante, antes de la crisis, era que los “desequilibrios globales” –los desequilibrios de las cuentas externas– constituían la principal amenaza a la estabilidad macroeconómica.

Una muy breve cronología

Conviene, pues, entender a la crisis bajo examen como un proceso que se desplegó en secuencia. En esencia, se trató de un dominó de adversidades que, después de la bancarrota de Lehman Brothers, traspasó el umbral del estado crítico y colocó al sistema financiero –y, por ende, a la economía mundial– a la vera de una situación de colapso.

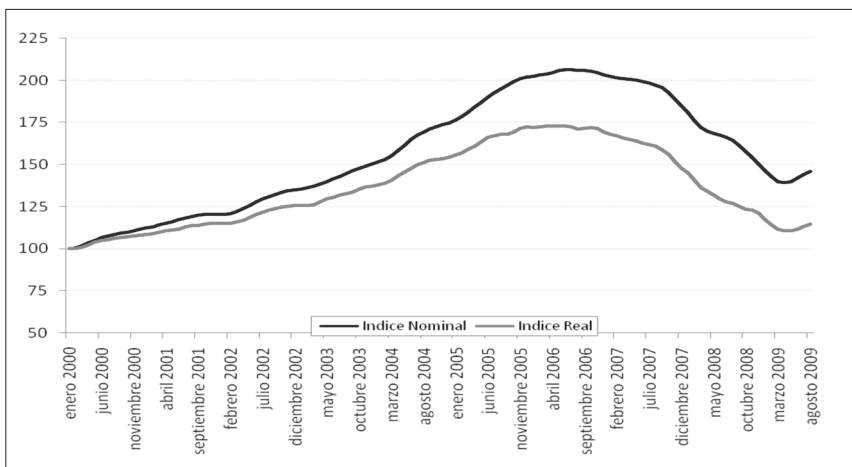
Primero crujió el mercado inmobiliario (tras una espectacular bonanza en las valuaciones de los bienes raíces que duró una década). En la segunda mitad de 2005 se advirtieron los primeros signos de saturación en la venta de viviendas (tanto nuevas como

⁵ Las crisis en las economías emergentes de la década de 1990 son modelos a escala reducida de un fenómeno análogo y proporcionan información relevante que debe ser revalorizada a la hora del rediseño del sistema financiero internacional.

existentes). 2006 sumó un repliegue en el inicio de nuevas obras y en la actividad de construcción así como signos incipientes de debilidad en los precios. La crisis inmobiliaria sonó en 2007 a toda orquesta. Se sumó entonces la caída de precios generalizada a nivel nacional (por primera vez desde los años 30).

Los precios de la vivienda en los EEUU (2000-2009)
Índice Case-Shiller (20 áreas metropolitanas)

Tomado de Siaba Serrate (2009)

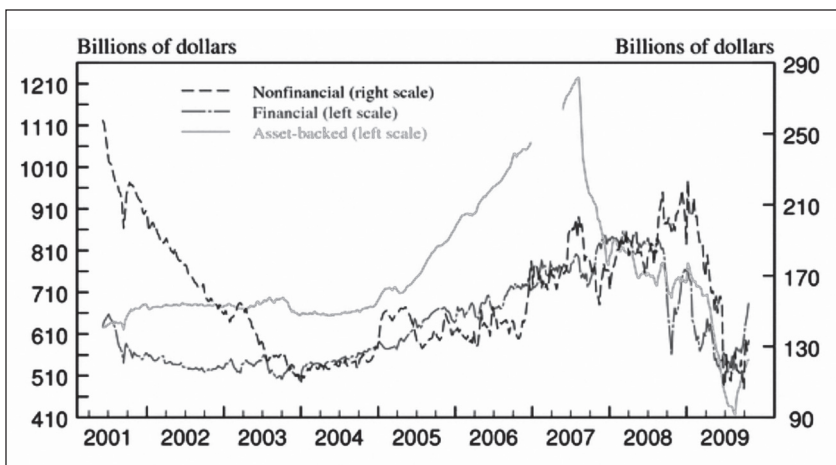


De esa manera, los problemas de la vivienda le franquearon el umbral a una crisis hipotecaria. Así, en febrero de 2007, la crisis del *subprime* se presentó en sociedad. Con rapidez se comprendió que el dolor de cabeza de las hipotecas de baja calidad (rotuladas como tales, ex ante) incluía ramificaciones delicadas como su incorporación en carácter de activo subyacente en complejos instrumentos derivados (con abundancia de tramos calificados como grado de inversión). En agosto, como se dijo, estalló la crisis financiera, caracterizada por la obstrucción de los mercados de fondeo, con evidencias de severísima iliquidez, destrucción vertiginosa o grave parálisis en mercados específicos de corto plazo

(como el de los pagarés garantizados –*asset backed commercial papers* o *ABCP*– y el mercado interbancario) y con la afectación plena de la banca internacional de primerísima línea. El contagio de la economía real sobrevino poco después. EEUU entró en recesión, en forma oficial, en diciembre de 2007. Más tarde, otros países avanzados le seguirían los pasos.

Mercado de *commercial papers*: volúmenes en circulación por tipo

Tomado de la Reserva Federal (2009)



Una paradójica prolongación de la bonanza de los precios de las materias primas permitió el “desacople” de varias economías emergentes. Pero dicha bonanza también sucumbió, precipitadamente, a partir de julio de 2008. Cuando Lehman Brothers, a la sazón el cuarto banco de inversión independiente de los EEUU, se presentó en bancarrota y desató el pánico, la crisis ya ostentaba sus múltiples facetas: inmobiliaria, hipotecaria, financiera y económica. La novedad fue el descomunal aumento de su voltaje. Literalmente, el mundo entró en una fase de caída libre en sus diversos indicadores financieros y económicos.

El combate de la crisis

La estrategia de contención de la crisis se basó en una fortísima intervención de los gobiernos. Las políticas públicas se desplegaron con ahínco en todos los países y en todos los frentes. En los planos más diversos –en el terreno de lo monetario, lo fiscal y la estabilidad financiera– hubo que recurrir a disposiciones extremas y volcar recursos en enorme cuantía.

Gobernar la crisis exigió reiterados esfuerzos. El *crescendo* de los problemas obligó a las autoridades a redoblar sus posturas. Cuando se agotó el repertorio de las medidas convencionales, hubo que dar paso a iniciativas más audaces, en dosis mayores, y a enfrentar los peligros de incursionar en *terra incógnita* o poco conocida.

Los bancos centrales ensayaron un amplio arco de soluciones entalladas a la medida de las graves vicisitudes; ora, motivadas por la necesidad de estabilizar las condiciones financieras, ora por la voluntad de salir al cruce de las presiones deflacionarias en gestación⁶. El empeño de las Tesorerías se bifurcó en dos grandes ramas de acción. Las iniciativas de soporte financiero –desde el rescate individual de instituciones sistémicas y las capitalizaciones bancarias hasta la emisión de garantías sobre los pasivos bancarios– y , por otro lado, los paquetes masivos de estímulo fiscal con alcance macroeconómico, destinados a suplir la debilidad de la demanda del sector privado, fruto de su empeño por reducir endeudamiento.

Muchas de las decisiones tomadas, aunque eficaces para la ocasión, no están exentas de producir una secuela de daño colateral. Por rara paradoja, la política monetaria que batalla sin cuartel contra la amenaza de una depresión, si alcanza un éxito rotundo,

⁶ Durante una breve tregua posterior al rescate y venta del banco de inversión Bear Stearns (marzo 2008), los bancos centrales se abocaron a moderar presiones inflacionarias. Así, en julio 2008, el Banco Central Europeo produjo una suba de su tasa de interés de referencia. Este embate –del que participaron otros bancos centrales como el de Suecia (con dos ajustes) y muchos otros de economías emergentes– propinó el tiro de gracia a la bonanza citada de las materias primas.

puede sembrar las condiciones para la propagación del mal que hiberna en las antípodas, la inflación. La acumulación de deuda pública, otro sedimento inevitable del combate de la crisis, puede traducirse en un legado envenenado –sobre la inversión en capital productivo, el crecimiento potencial e, inclusive, la inflación– si no se corrige en el tiempo.

En el cuarto trimestre de 2008, tras el derrumbe de Lehman Brothers y el avance vertiginoso de la crisis, las autoridades lograron conjurar la amenaza de un colapso. Quizás su mayor éxito fue la disuasión de una corrida masiva de depositantes de los bancos. En ese período, puede decirse, se perdieron todas las batallas pero se ganó la guerra. Aquí se decidió que la expansión cuantitativa de la política monetaria anegara los mercados financieros y se aprobaron los planes multimillonarios de capitalización bancaria.

La expansión monetaria (septiembre 2008-septiembre 2009)

Tomado de Siaba Serrate (2009)

Base monetaria	
Base monetaria	99%
Reservas bancarias	798%
Reservas excedentes	1332%
Préstamos de la FED	6%
Agregados monetarios	
M1	14%
M2	7%
Depósitos bancarios	7%
Crédito bancario	
Crédito bancario total	-1%
Préstamos y leasing bancarios	-4%
Variación entre septiembre de 2008 y septiembre de 2009.	

En el primer trimestre de 2009, los esfuerzos citados lograron restablecer condiciones mínimas de estabilidad en los mercados monetarios (que alimentan el fondeo de corto plazo). Recién a partir de marzo de 2009, se advirtieron señales de moderación en la vorágine del temporal. Y comenzó a revertirse la batalla de las expectativas. El rally alcista de las Bolsas mundiales y de otros activos de riesgo (como bonos corporativos y activos de economías emergentes) se inició en marzo⁷. En el segundo trimestre, se canceló la fase de caída libre tanto de los mercados de capitales como de la economía real y se multiplicaron los focos de recuperación. Al momento de escribir estas líneas, todo sugiere que la economía mundial, en el tercer trimestre, ya logró retomar la senda del crecimiento.

La tarea de contención de la crisis fue una faena laboriosa que procuró cortar la reacción en cadena y aislar sus efectos. Aunque muchos de los graves problemas que salieron a la luz no han sido resueltos –algunos como la destrucción de empleos y el deterioro crediticio todavía se profundizan– la mejoría actual reside en que las dificultades, aun aquellas severas, ya no traccionan más allá de su esfera natural de influencia. El circuito de transmisión fue interrumpido; cesó el contagio de las adversidades y, en su reemplazo, prevalece la inercia favorable de las políticas de estímulo.

La dinámica de la innovación financiera

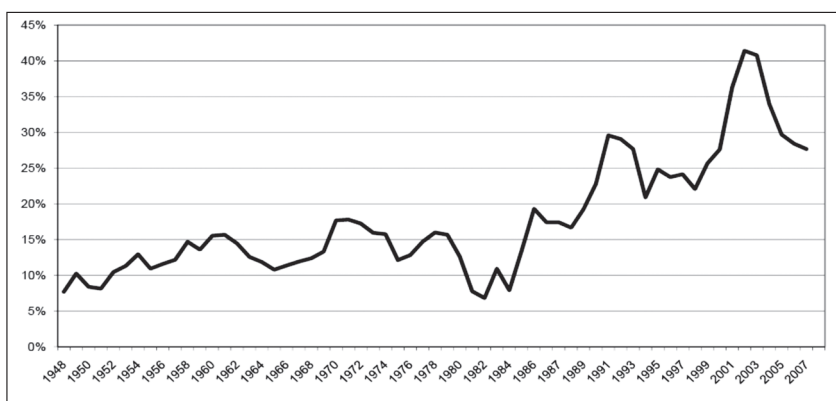
El mundo de las finanzas gestó una revolución –a partir de los años setenta pero que se aceleró en los ochenta– de muy profundos alcances. La desregulación fue el mantra que inspiró los cambios. Y su principal resultado fue una vertiginosa expansión del sistema financiero (definido en un sentido amplio: sistema

⁷ Al 15 de octubre, el índice S&P500 acumulaba un avance superior a 60% desde sus mínimos de marzo.

bancario, seguros y mercado de capitales) tanto en forma absoluta como en relación con el sector real de la economía.

**Las ganancias del sector financiero de los EEUU.
Ganancias del sector financiero como proporción de las utilidades totales
(de origen interno)**

Tomado de Siaba Serrate (2009)



La creciente liberalización promovió un drástico aumento de la competencia así como de la diversidad de productos y servicios disponibles. La competencia, favorecida por la reducción vertical de los costos de transacción, alentó una febril innovación.

La rentabilidad se potenció por el salto de escala de los negocios pero no descuidó el énfasis en la eficiencia operativa y la optimización de las reservas de capital y liquidez de las instituciones financieras. Y para ello no desdeñó el uso intensivo del arbitraje regulatorio y el aprovechamiento de las flexibilidades admitidas en la legislación.

En paralelo, se democratizó –como nunca antes– el acceso al crédito. La tecnología financiera permitió construir vehículos a la medida de todo jugador (desde los bonos basura de mediados de los

años ochenta hasta, precisamente, el auge de las hipotecas *subprime* y su constelación de subproductos derivados). El esfuerzo comercial habilitó luego los mercados primarios y secundarios necesarios para su colocación y distribución en grandes volúmenes.

Si bien esta revolución dio sus primeros pasos en los EEUU y luego en Gran Bretaña, no tardaría en gozar de amplísima difusión mundial, a medida que se fueron removiendo, en todo el orbe, las barreras a la movilidad de capitales.

La liberalización financiera –inspirada, en última instancia, en la fe en la disciplina de los mercados– no supuso de ningún modo el abandono de la regulación (y la consiguiente supervisión) pero sí una reducción de su radio de acción, la relajación de los controles y una menor injerencia estatal que en el pasado (incluyendo la alternativa en boga de la autorregulación). La adopción de elaborados estándares bancarios –como las reglas de Basilea I y Basilea II– da testimonio de los esfuerzos reiterados por perfeccionar la normativa e, inclusive, por integrarla en una plataforma internacional uniforme.

En perspectiva, se construyó un sistema de creciente complejidad sin que, en paralelo, existiera una cabal comprensión de sus riesgos operativos. Como terreno de pruebas, la Gran Moderación proveyó un entorno desprovisto de suficiente estrés macroeconómico. Recién cuando la crisis se agudizó en 2008, quedaría a la vista la gran inestabilidad sistémica del régimen a la hora de afrontar situaciones extremas.

Las fragilidades de la estructura del sistema financiero

En su proceso de transformación, el sistema financiero migró de un régimen de banca clásica de intermediación a uno basa-

do en el mercado de capitales. Las propias regulaciones alentaron el camino de la desintermediación como una manera efectiva de transferir riesgos fuera de la órbita del sistema. La experiencia de los años setenta –los estragos que causara la alta inflación sobre los activos inmovilizados en los balances de la banca– fue uno de los disparadores del cambio de modalidad.

La titulización (“securitization”) fue el procedimiento emblemático del proceso de desintermediación. En su origen, la titulización cobró impulso de la mano de la actividad de las agencias hipotecarias patrocinadas por el gobierno (como Ginnie Mae y Fannie Mae). Su uso creciente dotó de fluidez a la negociación secundaria de activos de largo plazo (como las hipotecas) que, por su naturaleza, eran altamente ilíquidos.

La titulización permitió diversificar riesgos a través de la agregación de préstamos, su segmentación por tramos (“*tranching*”) y su comercialización por separado a inversores con muy distintas preferencias.

Como la titulización economiza capital bancario, la oferta de crédito se multiplicó. Como su flexibilidad atiende requerimientos muy específicos, su demanda se ensanchó.

Así surgió un modelo bancario de originación y distribución (en rigor, de originación para distribución) que primero se impuso en el terreno hipotecario pero, progresivamente, fue ganando campos de aplicación, a instancias tanto de banqueros como de reguladores. A ambos los sedujo su capacidad de desagotar el riesgo de los bancos con rapidez y su canalización a terceros (a los que se pensaba, en principio, mejor preparados para su absorción). Bajo ese prisma, la promesa de la titulización era doble: un mayor volumen de crédito y una paralela disminución del riesgo sistémico.

Pero el modelo tiene sus bemoles. Involucra el peligro de la destrucción de información. Ello deriva de un simple problema de agencia. Si los bancos que originan los préstamos, no van a mantener los activos en cartera, ¿para qué extremar el rigor del análisis

crediticio? Así, los incentivos para la verificación responsable, el monitoreo y la cobranza de los préstamos, pierden potencia.

En la medida que la titulación se extendió y se aplicó a estructuras cada vez más opacas y complejas, este problema se agravó sin que fuera advertido ni corregido por los principales afectados, los compradores del producto. Sin el freno natural de una demanda reticente, y en un contexto macroeconómico benigno, cundió la circulación masiva de activos financieros que carecían de un elaborado control de calidad y de experiencia probada en situaciones de estrés.

En rigor, el régimen vigente habilitaba una segunda instancia de evaluación crediticia: las calificadoras de riesgo. Sin la intervención de sus dictámenes –las calificaciones (“*ratings*”)– la comercialización de estructuras complejas no hubiera resultado posible a gran escala. Y vale acotar que para las normas de Basilea II, las calificaciones de agencia juegan un rol cuasi regulatorio que resulta esencial para la determinación de las exigencias de capitales mínimos. No obstante, el proceso que conduce a una calificación está sujeto a graves conflictos de intereses. Ya sea por la estructura de su remuneración –es el emisor del instrumento sometido a evaluación quien paga los costos de la tarea– como por la generación de ingresos por la venta de servicios conexos. La propia agencia calificadora utiliza varios sombreros. En su tarea de consultoría, puede asesorar en el diseño de un activo financiero de manera tal de obtener, al mínimo costo, la calificación que se desea. Con su sombrero tradicional, luego, esa misma agencia arribará a tal conclusión.

La situación es más delicada cuando se trata de evaluar estructuras de deuda de gran complejidad. En el extremo, las calificaciones tuvieron que fundamentarse en la aplicación de modelos teóricos desprovistos de comprobación empírica adecuada. Aunque compartieran la notación con los *ratings* convencionales, su robustez y estabilidad no eran para nada comparables. Se con-

virtieron en auténticos caballos de Troya. Avanzada la crisis, ello saldría costosamente a la luz. Así, activos con altas calificaciones –inclusive AAA o “*supersenior*”– resultaron, a la postre, extremadamente vulnerables.

Otra fragilidad del sistema financiero fue su dependencia de una estructura de pasivos inestable, reclinada en demasía sobre fondos de corto plazo (y fuentes mayoristas). La confianza en su disponibilidad persistente fue otra piedra angular de la expansión del crédito que sería arrasada por la crisis. Ese andamiaje se calibró con márgenes preventivos de capital y liquidez que resultaron muy pequeños para afrontar contingencias adversas prolongadas. Ello fue más grave que lo que se podía estimar a priori dada la existencia de una exposición al riesgo que permanecía en la penumbra (como parte del llamado “sistema financiero en las sombras”). La administración de vehículos especiales de inversión (*conduits*, *SIV*) que se mantenían legalmente fuera de los balances era una fuente de ingresos bancarios muy atractiva ya que no requería inmovilización de capital. Pero la crisis los devolvió como un búmeran a los balances cuando sus quebrantos excedieron un determinado umbral, con grave cargo, y en el momento peor, sobre el patrimonio de los bancos.

Los mecanismos de transmisión: propagación y amplificación

El elevado apalancamiento (“*leverage*”), su característica procíclica y los grandes descalces de plazos entre activos y pasivos combinados con la extraordinaria interdependencia de los agentes financieros –consecuencia de la diseminación del riesgo tanto por la titulización como por la globalización– fueron los elementos centrales del proceso de propagación y amplificación de la crisis.

La relación de apalancamiento

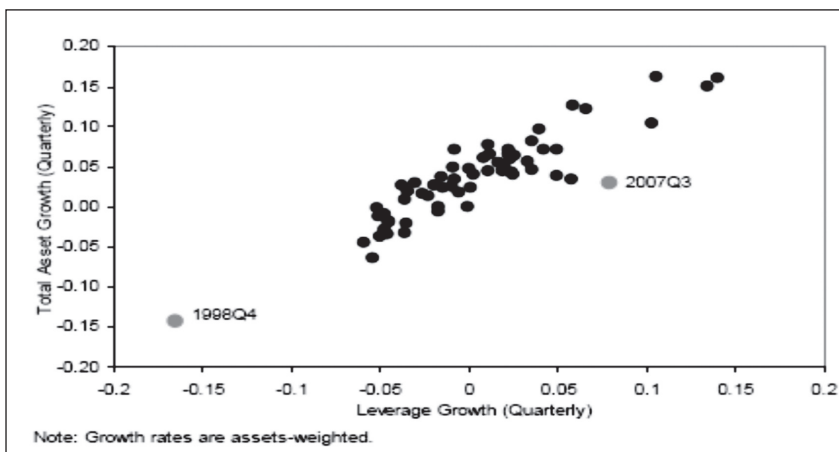
La relación de apalancamiento –el ratio entre los activos que se gobiernan y el propio patrimonio– es una variable decisoria fundamental para los intermediarios financieros. *Ceteris paribus*, determina la rentabilidad de su negocio así como los riesgos que se asumen con el capital propio. El capital es costoso. Mucho más que otras alternativas de financiamiento (como la deuda a corto plazo). Pero, a su vez, resulta imprescindible para que una institución supere contingencias adversas ya que su función es la absorción de quebrantos. Si las razones de eficiencia apuntan a economizar capital, la preocupación por la estabilidad tiende a incrementarlo.

Los intermediarios financieros son administradores sensibles (y proactivos) de su ratio de endeudamiento. En condiciones de bonanza –caracterizadas por la vigencia de precios altos de los activos financieros, bajas correlaciones entre activos y acceso fluido a fondos adicionales– las mediciones que arrojan los modelos de valor a riesgo (“*value at risk*”) son relativamente modestas. La pérdida máxima a la que está expuesta una institución se percibe como una cifra pequeña. Dado un capital, ello permitirá mantener una posición de activos de gran tamaño. En ese entorno, aumentar el apalancamiento potenciará la rentabilidad.

En condiciones de estrés o contracción económica –en las que los precios de los activos financieros son bajos, sus volatilidades y las correlaciones entre activos aumentan y además se deteriora la liquidez de fondeo– el valor a riesgo se incrementa. A menos que se cuente con un colchón de capital sin utilizar, la hoja de balance –el tamaño de las posiciones de activos– debe recortarse. En consecuencia, la relación de apalancamiento (activos / capital) se reduce.

Cambio trimestral en activos y leverage en bancos de inversión de los EEUU

Tomado de Adrian y Shin (2008)



Si en tiempos de expansión el *leverage* aumenta y, si disminuye en las fases de contracción, su comportamiento potenciará las fluctuaciones del ciclo. Del ejemplo citado se deduce que la naturaleza procíclica del apalancamiento fluye de la característica anticíclica del valor a riesgo. Y esta herramienta anida en el corazón de las prácticas de la moderna administración de riesgos. Forma parte de los preceptos de Basilea en carácter de norma regulatoria establecida.

Para las instituciones que valúan sus activos a precios de mercado (como los bancos de inversión, a diferencia de la banca comercial que registra sus préstamos a valor facial), la dinámica de dichos precios tiende a amplificar los *shocks*. Así una merma de las cotizaciones, en una institución apalancada, reduce proporcionalmente más el valor de su patrimonio que el valor de sus activos. Ergo, su *leverage* aumenta. Para ajustar dicha relación, puede procederse a liquidar activos y pagar deuda. Pero si muchas instituciones toman esa decisión, el proceso se realimenta.

La venta de activos deprime los precios en una segunda vuelta y así sucesivamente.

En definitiva, en tiempos de bonanza, los intermediarios financieros incrementan el *leverage*, aumentan su hoja de balance y conceden más crédito. Ello apuntala los precios de los activos, lo que, a su vez, refuerza la dinámica del auge. Todo lo contrario ocurre, cuando las condiciones se revierten. O cuando se anticipa que un viraje ocurrirá.

Si se examinaba la estructura del sistema financiero –en la antesala de la crisis– se advertía que el apalancamiento aumentaba a medida que se pasaba del sistema bancario tradicional al sistema “en las sombras” (tomando como tal a un conjunto de intermediarios “no bancos”). Mientras el ratio de activos a capital se aproximaba a 10 a 1 entre los bancos comerciales, superaba 30 en el caso de los *brokers / dealers* y *hedge funds*.

El leverage del sistema financiero de los EEUU

Tomado de Grenlaw, Hatzius, Kashyap y Shin (2008)

	Activos	Pasivos	Capital	Apalancamiento -ratio-
Bancos comerciales	10793	9693	1100	9,8
Instituciones de ahorro	1914	1687	227	8,4
Uniones de crédito	748	659	89	8,4
Corredores /Fondos de cobertura	5397	5226	171	31,6
Agencias patrocinadas por el gbno.	1633	1567	66	24,7
Sector apalancado	20485	18804	1681	12,2

Activos, Pasivos y Capital en miles de millones de dólares

En las condiciones de bonanza sostenida de la Gran Moderación, además, la participación del sistema “en las sombras” creció en forma constante elevando consigo el apalancamiento promedio del sistema financiero en su conjunto.

El descalce de plazos

Otra vulnerabilidad del sistema que contribuyó al dominó de efectos adversos fue su marcado descalce de plazos. La estrategia de invertir a largo plazo con fondeo de corto plazo supuso enfrentar un riesgo neto de liquidez. Si los activos que se financian son, a su vez, ilíquidos, la fragilidad puede tornarse extrema en circunstancias de perturbación persistente, en las que tanto la liquidez de fondeo como la liquidez de mercado⁸ se ven seriamente limitadas o desaparecen por completo en segmentos específicos. La opacidad de muchos activos (como los productos estructurados) dificultó o tornó imposible su correcta valuación en dichas condiciones (amén de impedir una medición confiable del riesgo de las contrapartes, otro aspecto delicado).

Un shock crediticio adverso que fuerza el desapalancamiento y la venta de activos puede promover una espiral de liquidez que realimente la caída de los precios. Su irrupción puede disparar ajustes en los límites de riesgo o cambios en los márgenes de garantías y, por esa vía, obligar a reducir posiciones. Ello tiende a deprimir los precios de los activos e incrementa el tamaño de las pérdidas originales (así como la volatilidad). Como consecuencia, puede poner en marcha una espiral en la que la liquidez de

⁸ Existe una mutua interacción entre los riesgos de liquidez de fondeo y de mercado. Condiciones fluidas de financiamiento mejoran la liquidez secundaria. Una abundante liquidez de mercado reduce los márgenes requeridos para obtener recursos contra los activos en cartera. Ambos tipos de liquidez se refuerzan entre sí.

fondeo se resiente por mayores márgenes de seguridad, pérdidas crecientes y ajustes en la administración de riesgo (como una revaluación del riesgo de contraparte). Lo que, a su vez, se traduce como menor liquidez de mercado. Fenómenos como la imposibilidad de renovar el financiamiento o los retiros de depósitos y las redenciones de capital⁹ pueden aflorar fácilmente en ese contexto y aumentar el trauma. Un incremento en la volatilidad de los activos exige un incremento del capital para su financiamiento; lo que también erosiona la liquidez de mercado.

Así, el deterioro en la cartera *subprime* desató una crisis de liquidez en la segunda mitad de 2007, fundamentalmente por el descalce de plazos tanto de los vehículos fuera de balance como de los *hedge funds*. Las carteras de los vehículos especiales invertían en activos ilíquidos de largo plazo y se financiaban emitiendo pagarés con colateral (*ABCP*) con plazos promedios de 90 días y notas (*MTN*) con plazo promedio a un año. Los *ABCP* estaban garantizados por los propios activos del vehículo. Era práctica usual contratar un compromiso contingente de provisión de fondos con un banco (o compañía de seguros) para atender situaciones puntuales de iliquidez en el mercado de deuda de corto plazo de manera de poder cancelar la deuda al vencimiento aun cuando no hubiera demanda para su renovación¹⁰. Como la crisis produjo una caída permanente del mercado de *ABCP* (y muchos de sus titulares eran vehículos de inversión patrocinados por bancos) este canal se convirtió en una autopista de regreso de los activos hacia las propias hojas de balance de las instituciones bancarias.

De igual manera, la corrida sobre la banca de inversión independiente de los EEUU fue una reacción en cadena, una bola de nieve que se acrecentó cortesía de la interacción entre el descalce

⁹ Lo que motivó, tras la caída de Lehman, la corrida contra los fondos comunes del mercado monetario.

¹⁰ Superado el trance, una nueva emisión permitiría obtener los recursos y devolver el préstamo bancario.

agresivo de plazos y el apalancamiento exuberante. Las provisiones de liquidez y de capital establecidas de antemano no fueron barrera que pudiera detener el proceso. Que ninguno de los cinco grandes bancos de inversión haya sobrevivido como tal¹¹ no fue casual sino la confirmación de la tremenda fragilidad de su diseño estructural para soportar condiciones de estrés sostenido.

La banca de inversión fondeaba sus pasivos en fuentes no sólo de muy corto plazo sino potencialmente volátiles al extremo. Un cuarto de su financiamiento abrevaba en el mercado *overnight* (24 horas) de pases (*repos*) en 2007. Los pases a término (aquellos pactados a un plazo no superior a tres meses) sumaban 12,5% de sus activos totales. El mercado de pagarés o *commercial papers* (cuyo plazo promedio no excede los tres meses) era otra fuente de importancia. Y el grueso del espectro se completaba con el renglón de “cuentas a pagar” (“*payables*”), un eufemismo para denominar los saldos de liquidez que depositaban los “*hedge funds*” que utilizaban los servicios de la banca de inversión como corredores (“*prime brokers*”). Tamaña dependencia de instrumentos de cortísimo plazo no inhibió la acumulación de activos ilíquidos de mediano y largo plazo. Todo ello sazonado con un apalancamiento promedio superior a 30 veces el capital propio. Para esta construcción, de gran altura y con cimientos endebles, la crisis fue, sin duda, la tormenta perfecta.

Los cambios que promueve la crisis

La crisis provocó una disrupción a gran escala de los procesos económicos. No sólo resquebrajó la arquitectura de las finanzas sino que dislocó, en forma simultánea, los flujos de producción,

¹¹ Aparte de Lehman Brothers que cayó en bancarota, Bear Stearns fue absorbido por JPMorgan Chase y Merrill Lynch por Bank of America. Los otros dos restantes “Morgan Stanley y Goldman Sachs” obtuvieron la patente de banco comercial.

comercio y generación de empleo. Integración mediante, los perjuicios desbordaron fuera de los límites estrictos de las fronteras nacionales. Los problemas de cobranza de una hipoteca de baja calidad originada en Nebraska, en el apogeo de las dificultades, atormentaron la vida cotidiana de hasta el confín más remoto del mundo. Y si bien la recuperación se verificó con una celeridad no esperada, y facilitó el restablecimiento rápido de un funcionamiento económico aceptable (no se asistió al temido bis de la Gran Depresión), la experiencia reveló graves falencias del sistema financiero y económico que justifican la voluntad de llevar adelante una profunda transformación.

Pensar en las consecuencias de largo plazo de la crisis es, pues, pertinente. La arquitectura del sistema financiero no será la misma. La promesa de cambios esbozada a fines de los años noventa no se cumplió. Pero esta vez lo que se desmoronó es la nave central del edificio y no las alas descuidadas de la periferia. No se puede obviar la gravedad de los daños. No sería sensato, tampoco, tomar los escombros y volver a montarlos conforme el plano original. La inestabilidad inherente del sistema quedó expuesta y ello demanda una revisión a fondo –y el consiguiente rediseño– si se procura recuperar la confianza que regía antaño.

¿Cómo cambian las relaciones económicas internacionales?

La cooperación internacional y el G20

La crisis azotó una arquitectura de las finanzas y de la economía que a lo largo de los años se dedicó a voltear paredes y derribar medianeras y así ganó ingentes espacios para la globalización. En tiempos difíciles, la tentación natural es protegerse de las inclemencias volviendo a levantar muros. No sólo en la búsqueda

de aislar las contingencias que provienen del exterior; también con la intención de preservar sin filtraciones los beneficios de las políticas de aliento. El surgimiento del Grupo de los 20 –la irrupción de su rotundo protagonismo¹²– tuvo una clara razón de ser: evitar que la vorágine de la crisis instalara una agenda negativa que hiciera trizas la integración productiva, comercial y financiera internacional y así cavase un barranco aún más profundo. Quien lo promovió –el Grupo de los 7– supo anticiparse a un giro probable de los acontecimientos. Hubiese sido arduo resistir a la tentación de elevar aranceles e imponer trabas a la importación, o de controlar los flujos de capitales o de forzar devaluaciones que mejorasen la competitividad de un plumazo. La inclinación natural –construir represas que desvíen las aguas e inunden al vecino– hubiera promovido una política de represalias con una enorme capacidad de acelerar la espiral de destrucción de la crisis¹³.

Conocer la experiencia de la Gran Depresión alentó los esfuerzos por mantener despejados los canales del diálogo y la cooperación. En rigor, la realidad del auge previo de la globalización ya justificaba sumar nuevas naciones a los foros de discusión y a la mesa de negociaciones. La paradoja más notable de la globalización en sus tiempos recientes –que fueran los ahorros netos de los países emergentes los que financiaran al mundo desarrollado, en especial a los EEUU, y no viceversa– denota la complejidad del ovillo de conexiones que la crisis amenazó desenredar a los tirones, con gran brusquedad.

¹² El G20 se conformó originalmente en 1999.

¹³ Pese al discurso cooperativo que prevaleció, con frecuencia, las iniciativas públicas en danza –desde el voluminoso plan TARP que desplegó un presupuesto de 700 mil millones de dólares en los EEUU hasta los programas más modestos– estuvieron atravesados, de forma más o menos abierta, por cláusulas que introdujeron algún grado de sesgo doméstico y con ello un desvío de comercio que pudo motivar la discordia y la posterior represalia. Por ejemplo: a los bancos estadounidenses que recibieron desembolsos del TARP se les restringió la contratación de nuevo personal extranjero. Pero, aun contemplando esos deslices, el sistema económico logró preservarse permeable y no se erizó de barreras u obstáculos para los intercambios.

La reforma de la arquitectura financiera

Cada país decide su propia arquitectura financiera. Cada país es –y seguirá siendo– el responsable último de promover modificaciones en las reglas que la definen. Pero no hay dudas de que a la hora de gestar la reforma, no es en el ámbito de un laboratorio nacional, sino en el seno del Grupo de los 20, donde se aloja el principal taller de diseño. Más aún: existe un compromiso de incorporar sus propuestas normativas y recomendaciones a cada esfera nacional con las lógicas adecuaciones de idiosincracia.

Si bien no se cuenta todavía con un dibujo acabado de la nueva arquitectura –mucho menos, una maqueta a escala que revele sus trazos completos– pueden identificarse las principales directrices que la impulsan. El énfasis en la regulación sobresale con nitidez. No hay otro rasgo que destaque más. A la par de la regulación (micro) prudencial y de integridad de mercado, se pretende adosar ahora la llamada regulación macro-prudencial. Se revela así la intención de incorporar un enfoque sistémico y más comprensivo. La regulación y la supervisión deben velar por la salud de cada banco pero también prevenir la acumulación de riesgos excesivos en el sistema. Se busca corregir una deficiencia del régimen anterior –que se focalizaba en el seguimiento de la institución individual– con el complemento de una visión de conjunto. Es la tarea de evaluación de los riesgos sistémicos lo que además obliga a implementar una coordinación nacional y supranacional.

También se expande el objeto mismo de la regulación y supervisión. Se pretende su alcance universal: toda institución sistémica, mercado e instrumento estará bajo su égida. Y esto incluye a los pools privados de capital como ser fondos de *private equity* y de cobertura (“*hedge funds*”). El fetiche nominal desaparecerá –la discriminación regulatoria según el rótulo de una institución sea el de banco o no banco–. Es una lógica de hierro: las reglas no deben diferir para firmas que, con denominaciones distintas, rea-

lizan una misma actividad. Se manifiesta así la voluntad de transparentar, bajo la plena luz del sol, el actual “sistema financiero en las sombras”.

Otra vertiente que gana terreno se vincula con el fortalecimiento de los requerimientos de capital y liquidez. Hay aquí dos aspectos novedosos a tener en cuenta. No sólo se propugna un colchón mayor de recursos para afrontar quebrantos (capital¹⁴) sino que finalmente se comprende –y valoriza– la necesidad de una disponibilidad amplia de recursos líquidos para afrontar contratiempos inesperados (en situaciones que no tienen por qué implicar la existencia de quebrantos). La segunda novedad es el énfasis en que dichos requerimientos no operen en forma procíclica¹⁵ (como ya se indicó cuando se hizo referencia al apalancamiento de las entidades), agravando las dificultades cuando éstas se presentan.

El G20 promueve, a la par, la conformación de un marco común y coherente de estándares internacionales sobre regulación, capitales y liquidez que debiera ser coordinado por el Consejo de Estabilidad Financiera, el FMI y otros creadores de normativa. Las autoridades nacionales deberían ejecutar dicho régimen en sus respectivos países conforme a sus propias circunstancias. Se propone también la revisión periódica del régimen y de su comportamiento en todos los países del G20 (con difusión pública de sus conclusiones).

De ninguna manera, las iniciativas en danza se agotan allí. Hay un amplio espectro de medidas para fortalecer otras políticas conexas y la infraestructura operativa que están en plena discusión. Ellas involucran cambios en las prácticas de compensación

¹⁴ Entre las variantes bajo estudio, figura la utilización de esquemas de seguros y de capital contingente (formas híbridas de deuda que puedan ser convertidas, en caso de necesidad, en capital ordinario y, como tal, aplicable a la absorción de pérdidas).

¹⁵ El sistema financiero español fue una excepción en la crisis. El Banco de España aplicó un sistema de exigencias de capital denominado de –provisión dinámica– de naturaleza contracíclica. El régimen ajusta sus requerimientos conforme a la evolución del ciclo económico. La integración es mayor en la fase de expansión del ciclo y ello permite su disminución en la fase contractiva.

(que eviten los problemas de incentivos de las estructuras convexas de remuneración), la estandarización de derivados (con el uso de contrapartidas centralizadas de riesgo o casas de clearing), ajustes en las prácticas contables y mecanismos que aseguren la aplicación efectiva de la regulación (por ejemplo, la adherencia de las calificadoras de riesgo al código de conducta de la IOSCO) y la fluidez de la coordinación y asistencia internacional. Este mosaico temático carece aún de consensos establecidos.

¿Una nueva era de auge de la regulación?

En la medida que exista riesgo sistémico y externalidades debe existir regulación (y supervisión). Pero la regulación no es la panacea. Desde ya, no cabe esperar que elimine la inestabilidad. Si los mercados no son infalibles; mucho menos lo será la regulación. Y debe recordarse que su prolija implementación así como sus inevitables errores –y los efectos de su elusión– también son onerosos.

Quizás no se precise más regulación aunque se obtendrá. Lo necesario es una mejor regulación. Una normativa más eficiente. Y el monitoreo continuo de su cumplimiento así como de sus efectos (y de las respuestas que provoque). Después de todo, el sistema financiero ya era un sujeto de regulación compleja antes de la crisis (aunque compartimentada y con densidades variables por sectores de actividad). La frondosa regulación de los bancos internacionales de primerísima línea no evitó, por caso, que se involucraran de lleno en la crisis. Se debe comprender que toda regulación tiende a alentar el arbitraje (un proceso inexorable como subproducto de la búsqueda de la eficiencia privada por parte de cada agente individual). Así, no importa únicamente el cumplimiento de la letra fría de la norma; se debe corroborar que las prácticas vigentes no traicionen su espíritu. Fue el arbitraje regulatorio y ninguna otra razón, lo que favoreció la proliferación de vehículos fuera de balance –como los *SIV*– y la consecuente acumulación de riesgos

potenciales “en las sombras”, de ardua visibilidad para los supervisores y que sólo en una instancia tardía recaló abiertamente en la contabilidad de los bancos¹⁶.

La regulación debe cabalgar a la par de la innovación financiera. No debe ahogarla pero tiene que evitar quedar a la zaga. Toda innovación debe ajustarse al cumplimiento de principios básicos de administración de riesgos con énfasis en la integridad, la transparencia y, de ser posible también, la simplicidad que facilite su cabal comprensión.

En la medida que la regulación inhibe comportamientos, su verdadero costo puede ser difícil de percibir y de computar. Ello debería tomarse en cuenta para no desatar, dentro de pocos años, una previsible oleada desreguladora que desande el camino (abrevando en las mismas motivaciones que el movimiento posterior a 1970).

En definitiva, el mayor desafío no es blindar el sistema financiero sino reconstruir su funcionalidad. Esto es dotarlo de una capacidad autónoma de creación de crédito que sea compatible con las necesidades de la economía real. Una vuelta a la banca clásica de intermediación, con sus grados de libertad restringidos por una férrea regulación, es una solución quizás con alta demanda en la actualidad pero que, en el tiempo, puede proveer una dinámica económica y crediticia no satisfactoria.

El problema del lema “demasiado grande para caer”: demasiado grave como para no abordarlo

Un capitalismo que promueve la toma de riesgos del sector privado no es compatible con un sistema financiero en el que pre-

¹⁶ Sachsen LB e Industriebank, los bancos alemanes que debieron ser rescatados de las tribulaciones de sus vehículos especiales de inversión, habían domiciliado a estos últimos en otra jurisdicción, en Irlanda, fuera del alcance de la supervisión nacional.

valecen las instituciones demasiado grandes (o demasiado interconectadas) para caer. Para peor, la crisis agravó la situación original del sistema ya que lo depuró y concentró aun más. En consecuencia, el tamaño de los jugadores principales es sustancialmente mayor que antaño (en activos y depósitos y en su participación de mercado). La noción del “demasiado grande para caer” erosiona la necesaria disciplina del mercado. La percepción de su vigencia es una fuente de riesgo moral que concede a los favorecidos un subsidio implícito –a través de un menor costo de financiamiento– que distorsiona la competencia. Si las entidades son demasiado grandes para caer, señaló con acierto Alan Greenspan, son pues demasiado grandes.

Para que los efectos de las malas decisiones recaigan sólo sobre las espaldas de las propias instituciones que las tomaron –incluyendo todo el arco de agentes involucrados (accionistas ordinarios y preferentes, depositantes, acreedores subordinados y “*secured*” o garantizados) y no pongan en riesgo a quienes fueron ajenos a ellas, se requiere instalar una infraestructura operativa muy robusta. De ahí se derivan tres necesidades: la regulación y supervisión de todos los agentes financieros relevantes, la imposición de restricciones que fijen niveles máximos de dimensión y exposición a quebrantos y un mecanismo de resolución, rápido y eficaz, para el tratamiento y la disposición de las entidades sistémicas en problemas¹⁷. Bajo esa óptica, el redimensionamiento de los cuatro bancos líderes de los EEUU –su partición en instituciones de menor envergadura– es una parte de la agenda que no deberá obviarse.

¹⁷ En los EEUU, la FDIC –la corporación estatal que administra el seguro de los depósitos– liquidó, a lo largo de la crisis, 3 entidades en 2007, 25 en 2008 y 98 en lo que va de 2009 (hasta el 15 de octubre). Se trataba de instituciones no sistémicas; en general, pequeños bancos de comunidades, pero también instituciones de mediano porte como Indy Mac, Colonial Bank y Guaranty Bank de Texas y una firma de calado considerable: el mayor banco de ahorro y crédito para la vivienda, Washington Mutual. El *expertise* requerido para intervenir y desguazar una entidad financiera está disponible y ha sido extensamente probado a escala piloto.

¿Se incuba un nuevo sistema monetario internacional?

La catástrofe que todo el mundo temía –la implosión de los “desequilibrios globales”– no se produjo. No hubo corrida contra el dólar. Nadie huyó de las obligaciones del Tesoro. Todo lo contrario. EEUU gestó la tormenta en su seno pero ninguna de las dos tesis fatídicas se cumplió. No hubo ni crisis del dólar ni de la deuda pública.

Sin embargo, prevalece la impresión de que la crisis, siendo una bestia distinta a la imaginada, también lleva en su código genético la impronta de los “desequilibrios globales”. Se afirma que el alza del endeudamiento externo de los EEUU –y su creciente déficit de cuenta corriente– alimentó la efervescencia inmobiliaria y los excesos del crédito. Por qué los flujos netos de capital son los que importan y no los movimientos brutos que son muchísimo mayores es un interrogante que merecería contestarse. Después de todo, el auge inmobiliario, fue un fenómeno universal. Europa no se privó de participar pese a sus cuentas externas balanceadas. China vivió su propia vorágine sin desmedro de la ampliación rotunda de sus superávits. La mayor desmesura en la memoria reciente –el Japón de los 80, donde la Argentina pudo vender su embajada a más de 400 millones de dólares de la época– floreció en el seno frugal y ahorrativo del principal acreedor mundial.

Como sea, el fenómeno de los “desequilibrios globales” subsiste aunque se haya atenuado¹⁸. Y aun si no gatilló la crisis en forma directa¹⁹, su presencia perenne constituye, en términos de la estabilidad de la economía global, una amenaza que no se puede ignorar. Su carácter crónico preocupa con razón. El endeud-

¹⁸ El déficit de cuenta corriente de los EEUU –que llegó a superar 6% del PBI– se redujo en el segundo trimestre de 2009, en términos anualizados, a un nivel equivalente a 2,8%.

¹⁹ Obstfeld y Rogoff sugieren que la crisis y los desbalances son, en rigor, productos de causas comunes.

damiento creciente de los EEUU –a su vez, el emisor de la moneda internacional de reserva– no es un proceso sustentable *sine die* y su corrección ulterior puede derivar en graves perturbaciones que diseminarían sus secuelas en todo el mundo. Esta dinámica peculiar, en los hechos, forzó una sugestiva paradoja en los flujos de ahorro. A contramano de la intuición, y en forma marcada después de la crisis de Asia de 1997-98, los capitales netos migraron sistemáticamente de las economías en desarrollo a las economías avanzadas financiando así el desahorro sostenido de estas últimas (encabezadas por EEUU)²⁰. Este arreglo tácito –fruto de políticas no coordinadas pero duraderas– fue identificado por Dooley, Folkerts-Landau y Garber quienes lo bautizaron como Bretton Woods II²¹. Más allá de su perdurabilidad, y del elevado crecimiento que permitió a sus participantes, tanto en el centro como en la periferia, ante el temor de que su sesgo acumulativo²² pueda ocasionar una crisis futura, el régimen de Bretton Woods II está hoy en la picota. Entiéndase bien, no puede objetarse la cara de la moneda sin afectar su reverso. La contracara real del flujo de capitales es la cuenta corriente. No es posible acusar al régimen o removerlo sin cuestionar o mutilar la viabilidad de la estrategia de desarrollo que hay detrás; en esencia, los modelos de crecimiento enfocados hacia la exportación, apoyados en la subvaluación cambiaria y la acumulación de reservas internacionales (a los cuales Asia ha sido y es tan afecta).

Basta revisar los comunicados del G20 tras los cónclaves de Londres y Pittsburgh para corroborar la intención de sus signatarios de recuperar y promover un crecimiento mundial robusto y sostenido pero, a la par, también, “balanceado”. La novedad

²⁰ Propiciando –por su gran escala– una reducción significativa de las tasas de interés reales de largo plazo en los mercados financieros internacionales.

²¹ En el régimen de Bretton Woods original, EEUU constituía el centro y Europa y Japón –cuyo capital había sido destruido por la guerra–, la periferia emergente.

²² Para estos autores, el desbalance global clave es el masivo exceso de oferta de trabajo de Asia, acrecentado desde la integración de China e India a la economía global.

reside en el fuerte énfasis puesto en “una trayectoria balanceada de crecimiento”. Dos son los reajustes implicados. Uno supone la necesidad de volver a transferir al sector privado una posición dominante en el proceso de crecimiento, a medida que se afiance la actual recuperación liderada por el sector público. En definitiva, el papel central del capitalismo no está puesto en tela de juicio. La intervención estatal y las medidas de estímulo excepcional son un recurso temporario que deberá ceder su lugar, en el tiempo, a los factores genuinos de crecimiento de largo plazo. El segundo rebalanceo alude a la necesidad de corregir los desfases externos persistentes que, como se dijo, el sistema arrastra desde antes de la crisis, sin garantía de resolución autónoma. Hay aquí un acento deliberado en la necesidad de influir en el patrón de crecimiento de la economía mundial. No se procura superar la crisis de cualquier modo. Se define una trayectoria precisa. No sólo debe aumentar la demanda agregada sino que debe redistribuirse su crecimiento entre los países. Las políticas –fiscales, monetarias, comerciales y estructurales– de los gobiernos del G20 tendrán en consideración, según se subraya, su impacto en el proceso de ajuste de las cuentas externas. Las políticas cambiarias también pertenecen a esa órbita. Los objetivos son fáciles de identificar: EEUU deberá atacar su exceso de gasto y orientar su expansión hacia las exportaciones netas; las economías emergentes (con un rol vital de China y Asia) deberán promover su demanda interna. El rebalanceo será más sencillo de ejecutarse –y sus resultados arribarán más rápido– si los países emergentes –en especial, los asiáticos– flexibilizan sus tipos de cambio y permiten que el ajuste proceda, en forma principal, a través de una apreciación nominal de sus monedas. En cambio, la acumulación de reservas (y su esterilización doméstica) fue la regla práctica seguida por Asia, en la última década, a pesar de la presión del G7 a favor de la apreciación nominal del tipo de cambio.

La ausencia de un prestamista internacional de última instancia es uno de los motivos del acopio de reservas internacionales. De ahí, la intención de revitalizar el papel del Fondo Monetario Internacional –y de otros organismos multilaterales– como fuentes de liquidez internacional contingente. La idea de la Línea de Crédito Flexible del FMI (solicitada hasta la fecha sólo por tres países²³) es la de ofrecer una opción de respaldo para afrontar situaciones de crisis que sustituya la política de “autoseguro” implícita en la acumulación de reservas.

Sin embargo, en la lógica de Bretton Woods II, la acumulación de reservas es también una forma de financiar el crecimiento. Permitir la apreciación, supone un cambio de precios relativos que no es inocuo: al reducir la rentabilidad de los sectores transables, expulsará recursos –incluyendo mano de obra– hacia los no transables. Es dable esperar resistencias a una modificación veloz de la estructura de la oferta agregada. No puede darse por sentado por la mera firma del documento del G20 que ese consenso, a la hora de rubricar su concreción, verdaderamente exista.

¿Peligra la hegemonía del dólar?

Si bien se perfila un remozamiento del sistema monetario internacional –con énfasis en que su funcionamiento no descuide el equilibrio externo de las naciones– no hay ninguna referencia en la agenda del G20 a una mudanza de sistema. No se analiza un reemplazo del dólar como eje del mismo aunque, a simple vista, abundan las propuestas. En enero, por ejemplo, Rusia abogó por una reforma de la arquitectura financiera global, radical y no cosmética. Uno de los pilares propuestos: la sustitución de la he-

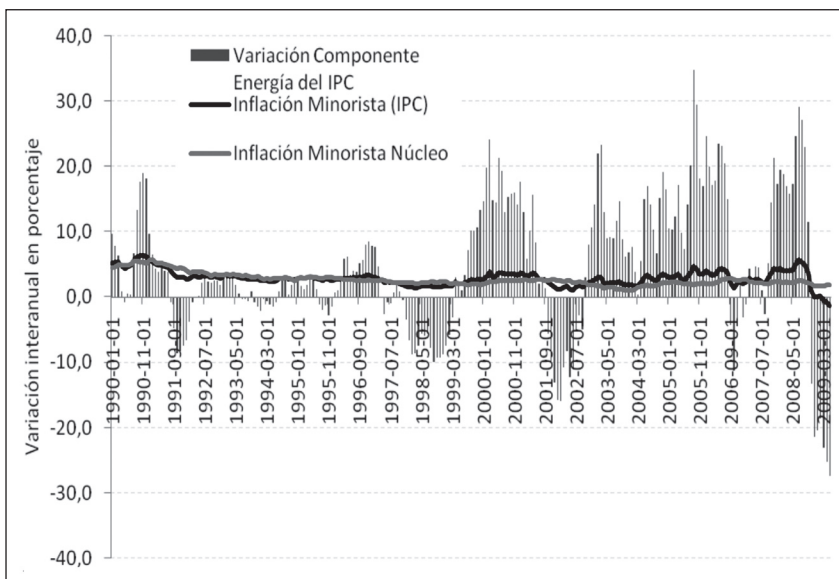
²³ México, Polonia y Colombia.

gemonía del dólar como moneda de reserva internacional por una moneda supranacional (con la inclusión de divisas como el yuan y el propio rublo). En marzo, el Banco del Pueblo de China y la Comisión de Expertos de Naciones Unidas, que preside el premio Nobel, Joseph Stiglitz, dieron a luz similares planteos. Dichas iniciativas toman los Derechos Especiales de Giro (DEGs), la unidad de cuenta del Fondo Monetario, o una versión ampliada de la canasta, como un punto de partida para anclar un nuevo orden monetario. Sin embargo, las tareas de refacción que se prevén, en esta área sensible, son de alcance mucho más modesto y realista. No hay dudas de que la crisis averió la reputación del régimen. Pero nada justifica dar un salto al vacío. Migrar al DEG como moneda de reserva no es muy distinto que sancionar el esperanto como idioma universal²⁴. Sólo que la ausencia absoluta de economías de red (y de la más básica infraestructura) lo convertiría en un trastorno todavía más penoso. La objeción central al uso de cualquier moneda nacional como hegemon —el conflicto potencial entre los objetivos de política doméstica y los requerimientos externos— no fue particularmente relevante en la encrucijada. Es verdad que EEUU no titubeó en soltar las amarras de su política monetaria (y lo decidió por su cuenta) pero aun así, en el apogeo de la tormenta, el dólar no se convirtió en un factor desestabilizador sino que proveyó una bahía de reparo. Además, a corta distancia, los bancos centrales (incluyendo aquellos que emiten el resto de las monedas de la canasta del DEG) le copiaron el paso. Y para quienes ansían el retorno a un patrón mercancía, debe quedar claro que no fue la inflación lo que trituró a la economía mundial. Todo lo contrario: el trastorno derivó del drenaje de la liquidez por la retracción del crédito secundario.

²⁴ En rigor, en la actualidad, el DEG es solamente una unidad de cuenta.

Shocks de energía e inflación en los EEUU (1990-2009)

Tomado de Siaba Serrate (2009)



En ese sentido, la ausencia de un prestamista internacional de última instancia se salvó con la oportuna intervención de la FED y sus generosos swaps cambiarios. Aquí talló también el acierto del G20: dictó un fuerte aumento de la capacidad prestable de los organismos internacionales (incluyendo la ampliación de la emisión de DEG), con la facultad potencial de crear reservas internacionales y de distribuir las allí donde los flujos de capital privados temen incursionar. Si, eventualmente, los vientos cambiaran de dirección, una creación excesiva de liquidez podría ser neutralizada con la flotación de las monedas de las economías emergentes.

En definitiva, no se cambia de orden monetario como se cambia de camisa. Las complejidades del proceso exceden en mucho las posibilidades del corto y mediano plazo. En la coyuntura,

no hay sustituto del dólar capaz de proveer sus servicios monetarios ni reemplazar, sin menoscabo, su extraordinaria flexibilidad. Por fortuna, el orden existente dista de ser una plataforma inutilizable. Y la crisis demostró su maniobrabilidad en circunstancias extraordinarias.

Comentarios finales

La crisis internacional obligó a un vasto esfuerzo de políticas públicas para lograr su contención. Sobre ese andamiaje de iniciativas de excepción –monetarias, fiscales y financieras– se asienta hoy una trabajosa recuperación. Administrar el tránsito entre una mejoría apoyada en las muletas de las políticas públicas y el crecimiento sostenible en el largo plazo –recrear una dinámica basada en el sector privado– es uno de los desafíos de la agenda. Las acechanzas no son menores. Incluyen desde la eventualidad de una recaída o del estancamiento crónico hasta las que se derivan de las complejidades de la estabilización de precios y del control del endeudamiento público. No obstante, el inventario de tareas a realizar no se agota allí. El rediseño del sistema económico global es imperativo. La reconstrucción de las reglas de las finanzas es una necesidad. No se trata de crear una línea Maginot. Hay que diseñar cambios que se enriquezcan de la experiencia pero, en esencia, el desafío relevante no es remediar el pasado. La vulnerabilidad que dejó expuesta la última crisis puede sellarse de manera hermética. La faena que se debe realizar es sutilmente distinta. Lo que hay que combatir no es la crisis que pasó sino la próxima que acecha.

No hay dudas de que, en esa inteligencia, la arquitectura financiera global requerirá también instalar mecanismos de estrecha cooperación internacional. Extrañamente, el mundo enfrentó sus vicisitudes sin recurrir a restricciones en la cuenta de capitales.

Y se sabe que la necesidad de coordinación es más intensa cuanto mayor la movilidad internacional de capitales. La pretensión de converger a un crecimiento balanceado –que no acumule desequilibrios persistentes– plantea exigencias adicionales ya que sumará previsibles tensiones. Paradójicamente, en toda fase de transición, en la que merma el estrés de la crisis, el principal factor de cohesión cede, a medida que las situaciones particulares se diferencian y los intereses divergen. Más allá de las declaraciones que lo desmientan, existe el riesgo de que la fragmentación del consenso preserve el *status quo*, como una solución de compromiso. Romper ese nudo gordiano con beneficio requerirá madurar una visión estratégica, que todavía permanece ausente.

Bibliografía

- Adrian, T., y Shin, H., Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy, Papel presentado en el Simposio de Jackson Hole de la FRB de Kansas City, agosto 2008.
- Adrian, T., y Shin, H., Money, Liquidity and Monetary Policy, Staff Report 360, FRB of New York, enero 2009.
- Brunnermeier, M., Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch, Draft, Princeton University, mayo 2008.
- Bernanke, B., Federal Reserve Policies in the Financial Crisis, Presentación ante la Greater Austin Chamber of Commerce, diciembre 2008.
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D. y Garber P., An Essay on the Revived Bretton Woods System, Papel de Trabajo 9971, NBER, septiembre 2003.
- Greenlaw, D., Hatzius, J., Kashyap, A. y Shin, H., Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown, Papel presentado en el US Monetary Policy Forum, febrero 2008.
- Hoening, T., Too Big has Failed, FRB of Kansas City, marzo 2009.
- Kindleberger, C., Manías, Pánicos y Cracs. Ariel, 1991.
- Mc Guire, P. y Von Peter, G., The US Dollar Shortage in Global Banking, BIS Quarterly Review, marzo 2009.
- Obstfeld, M. y Rogoff, K., Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes, Conference Draft, octubre 2009.
- Pescatori, A., The Great Moderation: Good Luck, Good Policy, or Less Oil Dependence?, Economic Commentary,

- FRB of Cleveland, marzo 2008.
- Romer, C., What ended the Great Depression?, Papel de Trabajo 3829, NBER, septiembre 1991.
- Romer, C., Lessons from the New Deal, Testimonio ante el Comité de Bancos del Senado, marzo 2009.
- Siaba Serrate, J., ¿Debió EEUU rescatar a Lehman?, Ámbito Financiero, 14 de septiembre de 2009.
- Siaba Serrate, J., El Porvenir del Dólar como Moneda de Reserva, Academia Nacional de Ciencias Económicas, 2008.
- Siaba Serrate, J., ¿Existen Riesgos Inflacionarios en los EEUU? La Crisis Internacional, la Política Monetaria y los Riesgos de Inflación, Papel presentado en el Ciclo Academia y Sociedad de la Academia Nacional de Ciencias Económicas, agosto 2009.
- Siaba Serrate, J., La Crisis Internacional, la Nueva Arquitectura Financiera y el Grupo de los 20, Academia de Mercado de Capitales de Argentina, abril 2009.
- Siaba Serrate, J., La Estrategia de la Liquidez Ilimitada, Ámbito Financiero, 13 de agosto de 2007.
- Siaba Serrate, J., Lecciones de la Crisis Financiera Internacional, Papel presentado en ocasión de la incorporación a la Academia de Mercado de Capitales de Argentina, noviembre 2008.
- Siaba Serrate, J., Los Mercados de Capitales, a la Luz de la Crisis y de Cara al Futuro, Presentación en las Segundas Jornadas Conjuntas sobre Mercado de Capitales, septiembre 2009.