

Libro Esta vez es diferente

Ocho siglos de locura financiera

Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff Princeton UP, 2009 También disponible en: Inglés

Reseña

De vez en cuando, los expertos llevan a aumentar la puja por el precio de acciones o bienes raíces, pues afirman que la economía ha cambiado de manera fundamental. Como ilustra la secuela de la burbuja de bienes raíces, las bases de la economía realmente no cambian. Los profesores de economía Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff presentan un detallado recorrido histórico y estadístico de la arrogancia financiera a través de los siglos, un análisis retrospectivo que lo hará preguntarse cómo pudo alguien creer que "esta vez diferente". El contenido recorre ambiciosa y cuidadosamente siglos y países, y recompensa al lector persistente con muchos conocimientos y tesoros, como el apéndice de los puntos críticos de la historia fiscal, país por país. *BooksInShort* recomienda esta generalización analítica a los aficionados a la historia, gerentes y formuladores de políticas que quieran tener una perspectiva de la "locura financiera".

Ideas fundamentales

- Los bancos centrales, los responsables de formular políticas y los inversionistas de todas las burbujas financieras siempre están convencidos de que "esta vez es diferente".
- Personas que por lo demás tienen conocimientos expertos, ignoran los signos reveladores de una burbuja cuando padecen del "síndrome esta vez es diferente".
- Incluso los pensadores brillantes, como el ex presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan, son víctimas de ese síndrome.
- Los banqueros y economistas de los años 20 predijeron que las guerras no se repetirían y que el futuro sería estable.
- Según la reciente opinión popular, los conocimientos de los bancos centrales y las innovaciones de Wall Street justificaron el alza en el precio de la vivienda y en las deudas de las familias.
- De hecho, el alza en el precio de la vivienda y la innovación financiera son fuertes indicadores de una burbuja.
- Las devaluaciones de la moneda han sido comunes durante siglos. En los últimos 100 años, la inflación ha reemplazado a las devaluaciones.
- Los incumplimientos en el pago de deuda soberana son parte normal del capitalismo global, aunque tienen altas y bajas.
- Las crisis financieras han ocurrido con regularidad en los últimos dos siglos.
- Para evitar futuras burbujas, los banqueros y economistas deben usar un sistema de alerta temprana y un esquema regulatorio más estricto.

Resumen

Cuando escuche "esta vez es diferente", aléjese muy deprisa

De vez en cuando a través de las décadas, los principales actores de la economía desarrollan una confianza a prueba de balas en la eficiencia de los mercados y la salud de la economía. Este optimismo irreal se conoce como el "síndrome de esta vez es diferente", y aquejó a los banqueros, inversionistas y responsables de formular políticas antes de la Gran Depresión de los años 30, de la crisis de la deuda del Tercer Mundo en los años 80, los derrumbes financieros en Asia y Latinoamérica de los años 90, y la debacle global del 2008-2009. Las condiciones eran distintas, pero la misma mentalidad – una peligrosa mezcla de arrogancia, euforia y amnesia – ocasionó cada uno de estos colapsos. En cada caso, los tomadores de decisiones adoptaron creencias que desafiaban la historia económica. En los años 20, la creencia popular sostenía que las guerras a gran escala eran cosa del pasado, y que la estabilidad política y el crecimiento económico reemplazarían la volatilidad de los años anteriores a la Primera Guerra Mundial. Los sucesos demostraron rápidamente que los optimistas estaban equivocados. Para los años 80, los economistas estaban convencidos de que los elevados precios de productos básicos, las bajas tasas de interés y la reinversión de las ganancias petroleras impulsarían la economía

para siempre. Antes de la recesión del 2008, la creencia popular era que la globalización, una mejor tecnología y una política monetaria sofisticada evitarían un colapso económico. En cada ocasión, los líderes fiscales pensaban que habían aprendido las lecciones del pasado y que ahora era diferente.

"Se ha perdido más dinero por cuatro palabras que a punta de pistola. Las palabras son 'esta vez es diferente".

El más reciente derrumbe financiero se centró en el mercado de la vivienda en EE.UU., al que los reguladores dejaron inflar a pesar de una serie de focos rojos de alerta. En el 2005 y 2006, el alza en el precio de viviendas en EE.UU. superó por mucho el crecimiento del producto interno bruto (PIB). En retrospectiva, los precios de las viviendas estaban claramente en una burbuja especulativa. Sin embargo, a medida que subía la inflación, el ex presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, decía que la situación económica era diferente. A medida que entraba una avalancha de dinero en efectivo de China, Japón, Alemania y otros países a los Estados Unidos como refugio, los consumidores estadounidenses pedían cada vez más préstamos. Otros líderes influyentes también minimizaron el déficit de las cuentas corrientes. El sucesor de Greenspan, Ben Bernanke, y el Secretario del Tesoro, Paul O'Neill, afirmaban que las altas tasas de ahorro en el extranjero y las bajas tasas de ahorro en EE.UU. eran naturales.

"No importa lo diferente que parezca la última crisis o paroxismo financiero, generalmente hay notables similitudes con experiencias pasadas de otros países y de la historia".

Sin embargo, Paul Krugman, ganador del Premio Nobel, predijo una caída brusca cuando la imprudencia y la "insostenibilidad" de los insensatos préstamos internacionales de EE.UU. se hicieran más aparentes. Las tendencias dieron pie a una pausa. La proporción entre la deuda familiar y el PIB fue de 80% en 1993, subió a 120% en el 2003 y se disparó a 130% en el 2006. En este escenario de dinero fácil, los prestamistas repartían hipotecas a prestatarios que no tenían para comprar una casa. Éstos obtenían hipotecas a tasas más bajas que la tasa de interés y quedaron atrapados cuando las bajas tasas iniciales de sus préstamos se dispararon, en poco tiempo, a niveles impagables. El análisis frío y objetivo de algunos prominentes opositores, como Krugman, no logró detener la fiesta. El síndrome de esta vez es diferente llegó a su apogeo del 2005 al 2007. Se manifestó en varias polémicas seductoras, que ahora parecen tontas:

- · EE.UU. tiene los mayores y más sofisticados mercados financieros, y puede manejar una enorme afluencia de capital.
- Las economías en desarrollo enviarán más dinero a EE.UU., un mercado de refugio.
- La globalización prepara la escena de un mayor apalancamiento y carga de deuda.
- EE.UU. tiene las mejores instituciones de políticas monetarias.
- Los innovadores instrumentos financieros desataron una nueva y sólida demanda de vivienda al permitir que los prestatarios antes inaccesibles obtuvieran hipotecas.

"El síndrome 'esta vez es diferente' ... tiene sus raíces en la firme creencia de que las crisis financieras son cosas que le pasan a otras personas en otros países en otras épocas".

Las señales de alerta eran obvias. Véanse los "cinco grandes" cracs del siglo XX en los países desarrollados: España (1977), Noruega (1987), Finlandia y Suecia (1991) y Japón (1992). Compartieron temas comunes:

- La afluencia de capital predice crisis financieras "Las bonanzas de flujo de capital", como en EE.UU. en el 2005, precedieron típicamente a los cinco grandes cracs y, en el 2008, al derrumbe por las hipotecas de alto riesgo.
- Una ola de innovación financiera a menudo ocasiona una crisis La creación de nuevos mecanismos, relacionados con los créditos hipotecarios para reducir riesgos, impulsó el boom de vivienda del 2005-2006.
- Un boom en la vivienda a menudo augura un crac financiero Pueden pasar años antes de que se recuperen los precios. Después del crac español, noruego, finlandés y sueco, los precios de la vivienda tardaron de cuatro a seis años en tocar fondo. En Japón, el precio de los bienes raíces se mantuvo bajo durante 17 años después del boom.
- La liberalización financiera a menudo precede a una crisis En los años 80 y 90, las crisis financieras casi siempre se dieron tras rachas de poca regulación financiera.

"Una economía muy apalancada puede estar sentada, sin saberlo, de espaldas al borde de un abismo financiero muchos años antes de que la casualidad o las circunstancias provoquen una crisis de confianza que la tire".

Sorprendentemente, los grandes y sofisticados mercados financieros son tan propensos a un crac como los pequeños y menos avanzados. No hay diferencia real en su duración o gravedad en países menos desarrollados (Indonesia, Filipinas, Argentina, Colombia) y los desarrollados (EE.UU., el Reino Unido, Japón). Esto debe preocupar a quienes creen que sí hay una diferencia.

Una breve historia de crisis económicas

Los últimos 180 años ofrecen una gran variedad de crisis financieras para su estudio:

- La crisis de 1825-1826 Este contagio global afectó a Europa y Latinoamérica. Grecia y Portugal presentaron impagos.
- La Gran Depresión El precio de productos básicos cayó en picada. Se dispararon las tasas de interés y la inflación durante este derrumbe global.
- La crisis de deuda de los 80 Las extensas moratorias de deuda soberana, la hiperinflación y las devaluaciones de la moneda afectaron principalmente a los países en desarrollo de África y Latinoamérica.
- La crisis japonesa de 1991-1992 Las burbujas de los bienes raíces y del mercado bursátil explotaron en Japón y en los países nórdicos, y afectaron a otras economías europeas. Los precios de bienes raíces japoneses no habían vuelto aún a los niveles anteriores casi dos décadas después.
- La "crisis del tequila" de 1994-1995 El colapso de la divisa mexicana atrapó a economías emergentes en Latinoamérica, Europa y África.
- El contagio de Asia de 1997-1998 Esta crisis empezó en el sureste de Asia y se extendió a Rusia, Ucrania, Colombia y Brasil.
- La contracción global del 2008 La explosión de la burbuja de las hipotecas de alto riesgo en EE.UU. desató cracs en el mercado bursátil, colapsos de divisas y crisis bancarias.

"Las innovaciones como la titularización permitieron a los consumidores de EE.UU. convertir sus activos no líquidos de vivienda en cajeros automáticos, lo que representó una reducción en el ahorro preventivo".

Los incumplimientos de deudas son un resultado común de las crisis financieras, pero no se dio ninguno en los años inmediatamente anteriores al 2008. Eso probablemente ayudó a fomentar la mentalidad de que esta vez es diferente. Después de todo, si los países estaban pagando sus deudas, ¿por qué no creer que la situación económica era realmente distinta? Durante más de un siglo, los incumplimientos se han movido con altas y bajas, y un corto periodo sin incumplimientos de deuda soberana no es razón suficiente para creer que el mundo cambió.

"Sólo las dos décadas antes de la Primera Guerra Mundial – los idílicos tiempos del estándar de oro – mostraron tanta tranquilidad como la del 2003 al 2008".

Las altas y bajas de los incumplimientos también engañaron al público antes de darse una oleada de incumplimientos en los años 80. El entonces presidente de Citibank, Walter Wriston, expresó: "Los países no quiebran". Técnicamente, los países no se quedan sin dinero ni cierran, a diferencia de los negocios, pero a menudo dejan de pagar sus deudas.

"Enrique VIII de Inglaterra debería ser tan famoso por ajustar la moneda de su reino como por cortar las cabezas de sus reinas".

Es făcil entender por qué un país podría presentar impagos, dada la experiencia de Rumania en los años 80. El dictador Nikolai Ceauşescu decidió privar a sus súbditos de electricidad y calefacción para que el país pudiera pagar su deuda de US\$9 mil millones. La mayoría de los países simplemente renegocia su calendario de pagos o deja de pagar sus deudas. Una ruptura en el ritmo de incumplimientos del 2003 al 2008 alentó la mentalidad de que esta vez es diferente, pero probablemente se aceleren los incumplimientos como secuela de la crisis. Los incumplimientos son comunes por muchas razones:

- Los prestamistas a menudo no pueden hacer que los contratos de deuda se cumplan en otros países Si un banco de EE.UU. presta dinero a Argentina y Argentina luego presenta impagos, el prestamista tiene pocas maneras de interponer un recurso.
- Cambio en los vientos de la política La incertidumbre alrededor de la elección presidencial del 2008 agudizó la crisis de los préstamos de alto riesgo en EE.UU. El temor a un cambio de una administración centrista a una populista exacerbó la crisis financiera de Brasil en el 2002.
- El contagio financiero La ralentización en los centros financieros afecta los mercados emergentes que dependen de exportaciones y productos básicos. Las restricciones crediticias del Primer Mundo congelan los préstamos para el Tercer Mundo.

"Los recuerdos que se desvanecen ... no mejoran con el tiempo, así que las lecciones de las políticas para 'evitar' el siguiente escándalo son, en el mejor caso, limitadas".

Se identifica a Latinoamérica con los incumplimientos en el pago de deuda soberana, pero Indonesia, Sudáfrica, Zimbabue y Nigeria también lo han hecho. Algunos países son ahora más confiables. Chile y Brasil, por ejemplo, declararon su último incumplimiento en 1983.

La devaluación de la moneda y la inflación

Aunque se dio una ligera inflación en la crisis del 2008-2009, el aumento de precios y las devaluaciones de la moneda han marcado las crisis financieras a lo largo de la historia. En el siglo IV A.C., Dionisio hizo un fraude con la moneda griega: recogió todas las monedas en circulación (los súbditos accedieron bajo amenaza de muerte) y acuñó todas las monedas de un dracma con un marbete de dos dracmas. Duplicó así el suministro de dinero, y pagó sus deudas. En la década de 1540, Enrique VIII de Inglaterra devaluó la moneda al reducir el contenido de oro y plata en las monedas en circulación. Más tarde, los gobernantes de Suecia, Turquía, Rusia, Gran Bretaña (otra vez) y otros reinos devaluaron su moneda de la misma manera.

"Esperamos que el peso de la evidencia en este libro brinde a los futuros responsables de formular políticas y a los futuros inversionistas un poco más de tiempo antes de declarar que 'esta vez es diferente'. Casi nunca lo es".

Cuando las economías modernas cambiaron de las monedas de metal al dinero en papel, los efectos de las devaluaciones fueron más pronunciados. De 1500 a 1799, EE.UU. tuvo la mayor tasa de inflación mundial, que llegó a casi 200% en 1779. Francia tuvo una tasa de inflación del 121,3% en 1622, y la inflación en Italia llegó al 173% en 1527. La llegada de los billetes de papel restó importancia a esas inflaciones. Zimbabue tuvo una inflación de 66,000% en el 2007, y Polonia de 51,699% en 1923. Las tasas de inflación en Alemania, Grecia y Hungría a mediados del siglo XX fueron tan altas que expresarlas requiere una fórmula científica (9.63E + 26 denota la inflación anual de Hungría en 1946, lo que significa que el punto decimal está a 26 posiciones a la derecha). Así como la guerra es más destructiva por los avances tecnológicos, las crisis financieras son más desgarradoras en la era de incesante innovación.

Cómo evitar la siguiente crisis

Por definición, la mentalidad de 'esta vez es diferente' es tan contagiosa que mina la voluntad de los posibles aguafiestas. Aun así, dos pasos podrían ayudar a impedir que se repita la crisis:

- 1. **Un sistema de advertencia temprana** Ya que las crisis financieras siguen patrones establecidos, los formuladores de políticas y los inversionistas del mundo necesitan un sistema de advertencia que alerte ante signos de peligro. Por ejemplo, un inusual aumento en los precios de la vivienda indudablemente predice una crisis bancaria. Aunque esas señales no son suficientemente precisas para predecir el punto culminante de la crisis, pueden ser un indicador general. Por supuesto, la mentalidad de que esta vez es diferente significa que muchos tomadores de decisiones ignoran las señales claras de peligro.
- 2. **Un esquema regulatorio eficaz** Cuando se da el síndrome de esta vez es diferente, los capitales cruzan fronteras en busca de reglamentaciones mínimas, y los reguladores hacen caso omiso de las reglas en cuanto a apalancamiento. Para evitar crisis futuras, se debe dar a la reglamentación un enfòque internacional y hacer que se cumplan las reglas incluso cuando todos crean que la situación esta vez es realmente diferente.

Sobre los autores

