

CUADERNOS DE
JAPÓN

El ocaso del reinado del dólar

SAKAKIBARA Eisuke

Al parecer, la crisis de las hipotecas subprime, que empezó a sacudir los mercados financieros a mediados de agosto, ha remitido. Al menos ya se ha bajado el telón del primer acto de la obra. Tal vez le siga un segundo acto, dependiendo de cómo se muevan los precios inmobiliarios en Estados Unidos (EU) y de los resultados anuales de las empresas de valores y otras instituciones. Deberíamos decir que, de momento, la sería respuesta de la Reserva Federal de EU, el Banco Central Europeo y otros bancos centrales ha funcionado. ¿Pero se han resuelto verdaderamente los problemas? En un contexto de técnicas financieras avanzadas y posiciones agresivas

de las instituciones financieras, ¿se han desinflado ya completamente las burbujas especulativas originadas por el exceso de liquidez?

Las turbulencias del mercado han amainado esta vez, pero no se pueden descartar más problemas de deudas incobrables entre las hipotecas subprime y otros valores relativamente arriesgados cubiertos por garantías. Como ejemplifica el caso de las instituciones financieras japonesas de la segunda mitad de la década de los 90, resolver las deudas incobrables requiere tiempo. No siempre se puede conseguir en uno o dos años de pagos. En el caso actual, se han iniciado consultas con miras a establecer un fondo para resolver estos problemas. Esto demuestra que cuando se abordan instrumentos complicados nacidos de la aplicación de operaciones financieras a productos de valorización, los asuntos se tornan más impenetrables de lo que ya de por sí son. Cuando se diseña un producto financiero para que concuerde exactamente con un determinado tipo de cliente, lo más probable es que no sirva de mucho para las necesidades de otros clientes, lo cual reduce su liquidez. Y en ese caso, comercializarlo resulta difícil.

Desde esta perspectiva, las raíces de la crisis de las hipotecas subprime son profundas. Si echamos la vista atrás, podemos ver que los mercados financieros de los países desarrollados también se han tambaleado en ocasiones anteriores. En 1987, las bolsas cayeron en picado en todo el mundo en una crisis conocida como el Lunes Negro, y entre 1997 y 1998 el este asiático sufrió una tempestad monetaria y financiera, que propinó un duro golpe a Long-Term Capital Management, un fondo de inversiones estadounidense, en 1998. Estas crisis financieras, que han ocurrido aproximadamente una vez cada década, parecen ganar cada vez más complejidad y tener unas raíces más profundas.

Personalmente me vi implicado en la crisis del este asiático entre 1997 y 1998 como viceministro de Finanzas para asuntos internacionales de Japón. Al principio creímos que las turbulencias sólo afectarían a Tailandia y a otros pocos países del sudeste asiático, pero antes de un año se extendieron a Corea del Sur, Rusia y Brasil, e incluso Wall Street sintió una grave amenaza. Aproximadamente en el mismo momento, los mercados financieros de Japón, Hong Kong y Australia entraron en una fase de confusión. Por suerte, después de que la Reserva Federal de EU aplicase una serie de recortes de 0,25 puntos en los tipos de interés en septiembre, octubre y noviembre de 1998, la calma se recuperó a principios de diciembre. A mí me preocupaba que nos encaminásemos a una situación cercana al pánico financiero, y otras autoridades financieras del Grupo de los Siete, como el Secretario Adjunto del Tesoro de EU Lawrence SUMMERS, eran de la misma opinión. Quedamos más tranquilos cuando a finales de diciembre Alice RIVLIN, la entonces vicepresidenta de la Reserva Federal de EU, declaró que la economía mundial ya había dejado atrás lo peor.

La crisis de 1997 y 1998 fue de índole muy distinta a La del Lunes Negro de diez años antes. ¿Qué había ocurrido en la economía mundial durante ese período? La respuesta es la enorme transformación denominada globalización, que se inició durante la primera mitad de la década de los 90. Se trata de la transición de la era del capitalismo industrial a la era del capitalismo post-industrial, y también se la ha bautizado con otros nombres, como la revolución de la tecnología de la información. Esta era marca el inicio de un punto de inflexión repentino e inequívoco en la historia del capitalismo mundial desde el “largo siglo XVI”,

La cola hace menear al perro

En su último libro *Hitobito wa naze guróbaru keizai no honshitsu o rni'ayamaru no ka* (Porqué la gente malinterpreta la verdadera naturaleza de la economía globalizada), Mizuno Kazuo argumenta que la globalización es una combinación de procesos que empujan al mundo hacia una dirección imperial, financiera y bipolar. Mizuno afirma que la crisis de 1997 y 1998 en el este asiático y la actual confusión de las hipotecas subprime se deben a la «financiarización», una nueva fase de la evolución de la economía mundial.

Mizuno afirma que hemos entrado en una era en que la cola (el sector financiero) hace menear al perro (la economía real). Esto puede parecer sorprendente, pero cuando pensamos en la madurez de una economía, consideramos que es normal que aumenten los activos. Con el tiempo, esto hace que estos activos ganen peso en relación a los flujos o ingresos. Hasta ahora, la teoría económica y financiera se había centrado principalmente en los flujos, pero como dice Mizuno, estas teorías están quedando desfasadas. Está claro que no todos los activos son iguales, pero una de las principales características de las finanzas es la transformación de los activos reales en activos financieros. El sector inmobiliario se ha convertido en productos financieros de distintas índoles, como los fondos de inversión inmobiliaria. La valorización de los préstamos subprime es otro ejemplo de este fenómeno.

Gracias a la financiarización, en estos últimos años se ha podido experimentar un enorme crecimiento de las transacciones entre distintos tipos de activos. Las compras por inversores y otras formas de fusiones y adquisiciones son algunos ejemplos de estas transacciones. En este caso las empresas, que son los activos reales, se convierten en el objeto de las transacciones financieras. De hecho, la práctica de organizar corporaciones empresariales como compañías de activos compartidos es en sí misma un ejemplo de financiarización, pero al menos hasta hace relativamente poco tiempo, el principal objetivo de la emisión de acciones era conseguir capital para

inversión; los directores corporativos no pensaban en convertir a las empresas en instrumentos financieros comercializables. Incluso hoy, muchas transacciones de fusiones y adquisiciones se realizan con fines comerciales, pero los denominados fondos de renta variable y otros inversores similares a menudo adquieren compañías con a idea de venderlas poco después. Esta transformación de las compañías en activos financieros es lo que ha estado creciendo estos últimos años.

Estos días oigo citar a menudo el término capitalismo de fondos. Los fondos se citan como fondos de renta variable o fondos de inversión libre y han obtenido un gran protagonismo en todo tipo de transacciones financieras, no solamente en las bolsas y los mercados monetarios. Una tendencia que está ganando aceptación en los bancos de inversión occidentales es formar lazos estrechos con estos fondos o crearlos dentro del propio banco. La caída de las hipotecas subprime se debió, sin duda, al desplome de los fondos de inversión libre controlados por Bear Stearns, una de las compañías de intermediación y banca de inversión más grandes del mundo.

Cuando corporaciones enteras se convierten en el objeto de transacciones financieras, las operaciones suelen ser muy grandes, y los riesgos inherentes no son de fácil valoración. Pero debemos tener en cuenta que, a diferencia de la inversión en activos reales, la inversión en activos financieros no genera ingresos necesariamente. De hecho, siempre existe un cierto grado de incertidumbre sobre las ganancias incluso cuando los fondos se invierten en fábricas y equipos. En este sentido, se puede argumentar que las inversiones financieras no se diferencian esencialmente de las inversiones de capital. Pero a diferencia de la compraventa de compañías, las inversiones de capital siempre se traducen en un incremento de los activos reales. Esto es completamente distinto a las transacciones en donde simplemente se intercambian activos financieros de valor equivalente.

Con la repentina expansión de las transacciones entre distintos tipos de instrumentos financieros y de las acciones para convertir a las empresas en productos financieros, los riesgos e incertidumbres sobre el sistema económico global se han hecho mucho mayores. Contra un trasfondo de desinflación, que está progresando en los países desarrollados, y políticas monetarias que tienden a permanecer flexibles, a escala global se ha producido exceso de liquidez. Las transacciones financieras de alto riesgo y grandes beneficios están aumentando, y la tecnología financiera está avanzando rápidamente. Estos avances han permitido a las instituciones financieras aumentar la liquidez por si mismas. Las grandes olas de liquidez que están surcando el mundo provienen no sólo de los bancos centrales sino también de las instituciones financieras privadas.

En medio de esta financiarización en un contexto de exceso de liquidez se ha producido un marcado incremento de las operaciones internacionales de la propiedad. Normalmente, las transacciones inmobiliarias solían ser operaciones directas hasta hace bien poco y, por naturaleza, eran domésticas. En el momento de la economía de burbuja de Japón, el mercado inmobiliario fue uno de los lugares donde la especulación fue excesiva, pero como las burbujas eran de ámbito doméstico, no se extendieron demasiado lejos en los mercados internacionales. Pero con la llegada de los fondos de inversión inmobiliaria en la década de los 90, fue más fácil convertir al sector inmobiliario en un activo financiero, y que las operaciones relacionadas con él sobrepasaran las fronteras nacionales. En la actualidad, no solamente los fondos de inversión inmobiliaria, sino también una amplia gama de fondos de la propiedad se han convertido en activos financieros populares. Es el fenómeno de la financiarización del sector inmobiliario el que da pie a la compraventa de hipotecas subprime.

Cuando el mundo está sumido en un exceso de liquidez, ¿adónde van los fondos sobrantes? Uno de los destinos es el sector inmobiliario, que todavía tiene un valor de

escasez relativamente alto. Los fondos también han ido a parar a mercados de recursos naturales como el petróleo y el gas natural, y sus precios han aumentado enormemente.

Hacia una era asiática

7

En un aspecto, la reciente turbulencia financiera es marcadamente distinta a la crisis de 1997 y 1998. Esa crisis tuvo sus orígenes en el este asiático, desde donde se expandió por todo el mundo. En cambio, la crisis actual se inició en EU. Europa ha sufrido un daño considerable por su culpa, pero por ahora Asia ha quedado totalmente al margen. Los precios bursátiles han mantenido un crecimiento en las bolsas de Hong Kong y Bombay, y las economías china e india no han dejado de crecer. De hecho, los activos chinos y la economía china parecen estar iniciando la formación de burbujas. Puede haber sido la primera vez que un estornudo de EU no haya provocado un resfriado en el este asiático.

Un informe sobre Brasil, Rusia, India y China (BRIC) publicado por Goldman Sachs, prevé que en 2050 China será el país con un mayor producto interior bruto nominal, seguido por EU e India. Japón aparece en cuarto lugar, lo que significa que tres de las cuatro mayores economías del mundo estarán en Asia. Si esta previsión es acertada, Asia se convertirá en el principal motor de la economía global en los próximos 40 años. Puede resultar apresurado concluir que la inmunidad de Asia a los últimos azotes de inestabilidad es una señal de lo que vendrá, pero esta interpretación no parece del todo descabellada.

Últimamente cabe destacar el fuerte crecimiento de la demanda interior asiática, particularmente en China e India. Es prácticamente seguro que la clase media china, que ya la deben formar entre 200 y 250 millones de personas, aumentará hasta los

400 o 500 millones en los próximos 10 años, y las clases medias en India y el sudeste asiático también están floreciendo.

8

Las inquietudes medioambientales y energéticas seguramente tendrán un impacto negativo sobre el rápido crecimiento asiático, pero es indudable que asistiremos a una reestructuración básica y cada vez más rápida de la economía mundial, que se ha basado durante mucho tiempo en Occidente y Japón. La profecía que hizo hace nueve años André Gunder Frank en *ReOriente: la economía global en la era asiática* parece convertirse en realidad, y en cierto modo hasta antes de lo previsto. Será interesante ver cómo será el crecimiento en las emergentes economías de mercado de Asia en una época en que la economía estadounidense está desacelerándose, como en la actualidad.

No hay duda de que la financiarización está progresando en Occidente, y que los sectores financieros están influenciando enormemente a las economías reales. Por su parte, China, India y países como Vietnam están sumidos en un proceso de modernización e industrialización, y están avanzando rápida y dinámicamente. En Occidente vemos la financiarización, y en los mercados emergentes vemos un crecimiento centrado en la manufacturación y la construcción. Puede afirmarse que el mundo está pasando a una nueva fase caracterizada por una configuración más compleja que en épocas anteriores.

Integración económica regional

Una tendencia más a tener en cuenta es la integración económica dentro del mundo de las regiones. Mizuno denomina a este proceso “mperialización” en el libro que he presentado anteriormente, mientras que Tanaka Akihiko lo describe como un

fenómeno reminiscente de la Edad Media en su obra *Atarashii Chūse; 21-seiki no sekai shisutemu* (Las nuevas Edades Medias: el sistema mundial en el siglo XXI). Me temo, sin embargo, que esta terminología puede causar algún malentendido. En la integración en Europa y en el este de Asia no hay ningún modelo de dominación por un poder imperial en el centro, como lo había en el pasado. La estructura de poder es totalmente distinta, aunque la integración tanto en el presente como en el pasado ha sido similar en tanto en cuanto va más allá de las fronteras y tolera la diversidad.

Aunque la forma que está tomando la integración es distinta entre Europa, Asia y las Américas, hay un proceso similar que está avanzando claramente en cada una de estas regiones. A primera vista, la integración regional y la globalización pueden parecer fenómenos contradictorios, pero si analizamos más cuidadosamente, observamos que no es necesariamente así. La globalización avanza claramente en campos como la información, las comunicaciones y las finanzas, pero está costando mucho más en el movimiento de personas y bienes. La información y el capital van de un lugar a otro instantáneamente, pero desplazar personas y bienes cuesta tiempo implica costes. Cuanto más avance la globalización en los campos anteriores, mayor será la distancia entre ellos y las personas y bienes.

Cuando la globalización de la información y las finanzas progresa, la distancia es una consideración cada vez más crucial en el movimiento de personas y bienes. El coste de desplazar datos y fondos ya es ínfimo, y en cambio los costes logísticos de desplazar objetos físicos han aumentado en términos relativos. Esto obliga a rediseñar la fabricación y las ventas en sectores que desarrollen las operaciones comerciales región por región. Cuando el montaje de un producto final se traslada a un lugar determinado, es lógico que la producción de componentes esté cerca, y también en mejor realizarlas ventas en una red centrada en un mismo lugar. Independientemente de las tendencias de las empresas de finanzas e información, la distancia cuenta más

que en el pasado en los sectores de la manufacturación y la construcción, cuyas actividades comerciales están estrechamente relacionadas con el movimiento de personas y bienes.

Le tesis de Samuel Huntington sobre el «choque de civilizaciones» en un mundo dividido en imperios rivales es interesante, pero apenas se han producido movimientos en este sentido en ninguna región excepto los centrados en América. Y como señala Emmanuel Todd en su obra *Después del imperio: el desmoronamiento del orden americano*, se producen señales de desintegración incluso en el último de los imperios, presidido por EU. Parece que el mundo se encamina hacia una era post-imperial.

Sea cual sea la forma de integración económica en Europa y Asia, es muy probable que la hegemonía estadounidense continuará debilitándose, y que irá apareciendo una estructura tripolar. En lugar de imperialización, estoy convencido que debemos considerar este proceso como la representación del derrumbe del orden imperial.

Desencanto con el dólar

Por todo lo contado hasta ahora, deberíamos poder apreciar qué significado tiene la crisis de las hipotecas subprime para el futuro, independientemente de si los problemas desaparecen pronto. Si aceptamos que no se ha erosionado la base de la confianza en la economía estadounidense, como en el caso de la crisis de 1997 y 1998, es muy probable que las acciones de política monetarias de la Reserva Federal acaben resolviendo esta última crisis. Pero estamos viviendo una época de inestabilidades financieras periódicas como lo demuestran los acontecimientos de

1997-98 y 2007, y no se puede aventurar por cuánto tiempo continuará la confianza en la economía estadounidense.

No hay duda de que la economía de EU sigue siendo dinámica, y está generando nuevas innovaciones en algunos campos. Pero también es innegable que EU está viviendo por encima de sus posibilidades, soportando enormes déficits en su presupuesto gubernamental y su cuenta corriente. La insostenibilidad de esta situación a medio y largo plazo se ha descrito repetidamente. Hasta ahora, EUA ha conseguido seguir sin abordar estos desequilibrios principalmente porque el dólar continua siendo la divisa de referencia y también porque en el camino de la financiarización de la economía global, EU ha mantenido su hegemonía en las finanzas.

No obstante, en la actualidad se están produciendo ciertos cambios de forma paralela. Uno de ellos es que el euro se consolida y aparece como segunda divisa de referencia. A causa de una política exterior estadounidense cada vez más ideológica y rígida, muchos países árabes y otros países de Asia y de otros puntos del planeta han empezado a cambiar dólares por euros en sus reservas de divisas. En cumbres y otras reuniones de países importantes, Washington ha insistido sobre una vigilancia más estricta de los “fondos soberanos” creados por algunos Gobiernos asiáticos de Oriente Medio, pero como no apoya la regulación y supervisión de los fondos de renta variable y de inversión libre, sus argumentos no han sido convincentes. Mientras continúen los desequilibrios actuales en las cuentas corrientes, poco podrá hacer EUA no ya respecto a los fondos soberanos sino también respecto a la deserción del dólar.

Poco a poco, la financiarización está generando una mayor inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Las crisis en las finanzas internacionales que han ido produciéndose una vez cada diez años están golpeando de lleno a EUA, el

país que creó sus causas. De todas formas, en un futuro próximo no es probable que el dólar se derrumbe o que Wall Street se suma en un caos total. Podemos esperar más crisis de vez en cuando y que se repitan las oscilaciones pero, al menos de momento, debería ser posible mantener la corrección de los mercados financieros del mundo.

Lo que no está claro es por cuánto tiempo se podrá impedir una crisis grave si los bancos centrales siguen rebajando los tipos de interés y poniendo en circulación dinero fácil. Está claro que la economía mundial está atravesando un cambio estructural. La era estadounidense está llegando a su fin, y la era asiática está comenzando. La línea divisoria entre eras puede marcarla la caída del dólar y la pérdida de sus status como divisa clave. El "impacto NIXON" de 1971 puso fin a la convertibilidad directa del dólar en oro; el acuerdo de Plaza de 1985 dio el pistoletazo al auge de importantes divisas contra el dólar; el acuerdo del Louvre de 1987 pretendió detener la caída del dólar; y el euro se presentó con el inicio del nuevo siglo y ha logrado asentarse en una posición firme. En una lenta pero constante progresión de acontecimientos, la era del dólar está llegando a su fin.

En cierto modo resulta irónico que los bancos europeos hayan sufrido un importante golpe por la crisis de las hipotecas subprime. Ahora se entiende que Europa ha seguido profundamente el proceso de financiarización centrado en EU, aunque el euro se haya convertido en rival del dólar. Tal vez esto sea normal, puesto que la financiarización es un fenómeno más dentro de un proceso más amplio de globalización. Pero también debemos tener en cuenta que contiene las semillas que pueden acelerar el desmantelamiento del actual sistema financiero centrado en EUA.

Convulsiones en un cambio de paradigma

El 19 de octubre, los ministros de finanzas y gobernadores de los bancos centrales de los países del G7 se reunieron en Washington para hablar del problema de las subprimes y otros asuntos. La declaración que hicieron pública citaba que “Tras las recientes turbulencias del mercado global, el funcionamiento de los mercados financieros está mejorando”. Pero de acuerdo con los informes de la reunión, muchos de los presentes creían que la recuperación completa todavía quedaba muy lejos. Y el secretario del Tesoro de EU Henry Paulson se vio obligado a reconocer que la bajada de los precios inmobiliarios representaba “el riesgo actual más importante” para la economía estadounidense.

Los integrantes del mercado parecen asumir que las autoridades lograrán de algún modo capear lo peor, pero se duda de que las autoridades financieras puedan hacer gran cosa para resolver este problema. Una de las características de la situación de las subprime es que las instituciones financieras privadas han creado por sí mismas liquidez a través de valores garantizados. Se trata de valores bastante complejos que, además, tienden a oscurecer los riesgos que implican. Las autoridades podrían haber reforzado las regulaciones sobre productos de esta índole antes de que se iniciase la crisis, pero hacerlo en plena crisis no haría más que potenciar la confusión. Los participantes en la reunión del G7 se limitaron a pedir a un grupo denominado Foro para la Estabilización Financiera que analizase las causas de las turbulencias y presentara propuestas la próxima primavera. Pensaban, sin duda, que era lo único que podían hacer de momento. Hay que plantearse una serie de preguntas, como por ejemplo si se está aplicando adecuadamente la categorización crediticia de los productos de valorización, y si los sistemas contables de los derivados son los correctos. Por ello, es razonable preguntarse si basta con limitarse a pedir un informe. Pero si los problemas son de índole estructural y se deben a la forma en que funcionan en general los mercados financieros e instituciones financieras privadas actuales, las soluciones no llegarán con facilidad.

Resulta interesante que los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G7 convirtiesen a los fondos soberanos en uno de los temas del orden del día de la reunión. En el pasado, el G8 ha considerado la relación de los fondos del sector privado, como los fondos de renta variable o los fondos de inversión libre, como orden de mercado, en un cambio de paradigma pero ésta es la primera vez que ha abordado el tema de los fondos operados por Gobiernos. Con el aumento de los precios del petróleo y la rápida expansión de las exportaciones de China y otros países, las reservas de divisas están creciendo en los países árabes, el este asiático y otros países, y esto está provocando un cambio estructural en los mercados financieros internacionales. Se ha solicitado al Fondo Monetario Internacional (FMI) que revise los fondos de afiliación gubernamental, pero es dudoso que estos países árabes y asiáticos revelen información. Ahora que EU y otros países desarrollados están experimentando la repetición de déficits comerciales y cada vez confían más en la importación de energía y otros recursos, el centro de gravedad de la economía mundial está yendo gradualmente hacia el este asiático y el mundo árabe. Con el debilitamiento de su hegemonía en la economía internacional, EU y otros miembros del G7 ya no pueden mantener una postura inflexible con respecto a los fondos soberanos.

Lo que también puede interpretarse después de la última cumbre del G7 es que las autoridades financieras de estos países son relativamente mucho menos influyentes de lo que eran hace 10 o 20 años. Después de la cumbre, los países del G7 celebraron una "cena externa" a la que invitaron a China, India y a otros países asiáticos y árabes para intercambiar opiniones. Pero seamos claros: estos países ya deberían formar parte del G8. Y si no se toman medidas en ese sentido, no se podrá coordinar eficazmente el pensamiento de la comunidad internacional.

A causa de la experiencia y la inercia del pasado, los mercados siguen confiando considerablemente en las autoridades monetarias y fiscales, especialmente en los bancos centrales. Pero cuando se tratan temas como los préstamos, subprime y los fondos soberanos, la actuación de los bancos centrales del G7 llega hasta unos ciertos límites. Está en marcha una transición hacia una nueva era. La inestabilidad va en aumento en los mercados internacionales que han estado dominados por instituciones financieras occidentales con base en Nueva York y Londres, operando bajo la atenta mirada del G8, el FMI, y otras instituciones en donde generalmente manda el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal estadounidenses. Al mismo tiempo, la influencia de los valores soberanos y otros inversores no occidentales va en aumento. Este proceso de cambio está todavía en una fase preliminar, pero si no se controla adecuadamente, la posibilidad de nuevos conflictos no es pequeña. De hecho, la historia nos enseña que cuando ocurre un cambio de paradigma, lo más normal es que los mercados financieros internacionales sufran convulsiones.

(Con la amable autorización de ChQó Kóron Shinsha. Cedido gentilmente por la revista CUADERNOS DE JAPÓN)