

# ¿POR QUÉ NO SE PUDO predecir la Crisis Global?

ROBERTO HEIMOVITS \*

Dado el avance de la ciencia económica y con miles de especialistas vigilando la economía global, cabe preguntarse ¿cómo nadie (o casi nadie) pudo predecir la peor crisis desde 1929?

\*Especialista en Relaciones Internacionales del BCRP.

## INTRODUCCIÓN

La Crisis Global que comenzó en agosto 2007 con la quiebra de dos bancos hipotecarios en EE.UU. y erupción con todo su furor con la caída del banco de inversión Lehman Brothers el 15 setiembre 2008, amenazó con convertirse en un cataclismo económico global similar a la Gran Depresión 1929-33 que casi destruyó la economía mundial, y fue causa importante del estallido de la Segunda Guerra Mundial.

No se llegó a este desenlace desastroso, debido a que los países pusieron en marcha paquetes de estímulo sustanciales, y en el marco de una cooperación internacional quizás sin precedentes, ilustrada por las Cumbres del G-20. Aún así, las pérdidas que la Crisis Global ha causado han sido enormes.

El PBI mundial que había crecido en el quinquenio 2003-2007 a una tasa promedio de 3,6 por ciento (a tipos de cambio de mercado o TCM) se redujo en -2 por ciento en 2009, su primera caída desde 1945. Partiendo del PBI global de 2008 (US\$ 61,2 billones), esa caída representa unos US\$ 5,5 billones (dólares de 2008), monto superior al PBI de toda Latinoamérica.

No sólo esto, sino las secuelas de la crisis continúan. Los paquetes de estímulo fiscal han hecho crecer sustancialmente el déficit y la deuda pública en muchos países avanzados claves. La crisis de Grecia y los problemas de España, Portugal e Irlanda son sólo una muestra.

Cabe preguntarse entonces, ¿cómo, dado el avance de la ciencia económica y estando la economía global vigilada permanentemente por miles de especialistas en el sector público, privado y en los organismos internacionales, nadie (o casi nadie) pudo predecir la peor Crisis desde 1929?

Antes de comenzar a buscar las respuestas, dos breves aclaraciones. La primera es que si bien se hará mención en algunas partes a las causas de la crisis global, el foco de este artículo es la predicción. La segunda es precisar lo que entendemos por predicción.

Predicción no es, ni mucho menos, adivinanza. La predicción (cada vez más usada en las Ciencias Sociales) consiste en identificar y describir un futuro posible

—entre otros— el cual es resultado de acciones y eventos concretos que se van dando a partir del presente.

## ¿EN VERDAD NADIE PREDIJO LA CRISIS?

El FMI hizo un estudio en febrero 2009<sup>1</sup>, y encontró que sí se habían hecho advertencias en una variedad de lugares. Primero, en sus propios reportes principales, Perspectivas de la Economía Global (*World Economic Outlook*), Reporte de Estabilidad Financiera Global (*Global Financial Stability Report*), y en los Informes de Supervisión a los países-miembros individuales (Supervisión Bilateral). Así por ejemplo, el GFSR de la Primavera (boreal) de 2005 habla del apalancamiento cada vez mayor y de la creciente complejidad de los productos de crédito.

Cabe añadir sin embargo, que en una fecha tan tardía como abril 2008 el FMI todavía proyectaba que la economía mundial iba a crecer en 2009 a 2,6 por ciento anual.<sup>2</sup>

En segundo lugar, también hubo advertencias de otros organismos internacionales como el Banco de Pagos Internacionales (BIS) y el Foro de Estabilidad Financiera (FSF) y de entidades nacionales públicas como la Oficina del Controlador de la Moneda en Estados Unidos y el Banco de Inglaterra. Aquí se puede mencionar cómo, a partir de 2004, el BIS comenzó a llamar la atención sobre la vulnerabilidad de los productos estructurados nuevos, y a señalar que los ratings que les asignaban las agencias calificadoras (Moody's, S&P, Fitch) subestimaban la exposición al riesgo de los inversionistas. El BIS advirtió también —antes de julio 2007— sobre efectos de desborde en los mercados de *Credit Default Swaps* (CDS) y otros derivados. Por su parte, el Controlador de la Moneda advirtió, entre 2004 y 2007, que metas muy ambiciosas de crecimiento de las empresas financieras incentivaban decisiones imprudentes en el otorgamiento de crédito, y que los precios de las casas estaban creciendo muy rápido.

Tercero, algunos académicos también tocaron la alarma, en particular Nouriel Roubini, quien, a principios de 2006, predijo que los precios inmobiliarios en Estados Unidos y en otros países importantes ya

CUADRO 1 ■ La Economía Mundial 2005-2010

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PBI (PPP) real - (Var %)	4,5	5,1	5,2	3,0	-0,6	4,2
PBI (TCM) real - (Var %)	3,4	3,9	3,9	1,8	-2,0	3,3
PBI (PPP) corriente - Miles de millones de dólares USA	56 505	61 251	66 190	69 569	69 809	73 200
PBI (TCM) corriente - Miles de millones de dólares USA	45 431	49 155	55 392	61 221	57 937	61 781
Volumen de comercio en Bs. y Ss. (Var %)	7,7	8,8	7,2	2,8	-10,7	7,0
Índice de Precios de materias primas (Var %) - 2005 = 100	100	120,7	135,0	172,1	118,8	144,5
Petróleo crudo (dólares USA por barril)	53,4	64,3	71,1	97,0	61,8	80,0

FUENTE: FMI, *WORLD ECONOMIC OUTLOOK DATABASE*, ABRIL 2010

<sup>1</sup> FMI; Lecciones iniciales de la Crisis para la Arquitectura Global y el FMI; 18 de febrero de 2009.

<sup>2</sup> FMI; *World Economic Outlook*, abril de 2008.

habían llegado al nivel de burbujas, las mismas que iban a reventar desacelerando el crecimiento global.

No obstante, añade el Fondo, en general las alertas que dieron las entidades oficiales fueron poco específicas, muy dispersas, e insuficientemente alarmantes para llamar la atención, y menos aún para atraer respuestas nacionales e internacionales.

Otro estudio sobre el fracaso en predecir la crisis tuvo su origen en una visita que la Reina de Gran Bretaña hizo a la Academia Británica en noviembre 2008, donde expresó su sorpresa porque, justamente, nadie había podido predecir la crisis. La Academia decidió hacer un fórum al respecto en junio 2009 y poco después hizo públicas sus conclusiones en una carta a la misma Reina.<sup>3</sup>

La Academia comienza afirmando que mucha gente predijo la crisis. Menciona también al BIS y al Banco de Inglaterra. Sin embargo, continúa "... la forma exacta que iba a adoptar, el momento preciso en que iba a estallar (*timing*), y su ferocidad, no fueron predichas por nadie."

### ¿POR QUÉ FALLARON LAS PREDICCIONES?

#### Exceso de confianza: La securitización y las nuevas técnicas de manejo de riesgos

El uso cada vez mayor del modelo de securitización en el sistema financiero, donde el riesgo (por ejemplo de una cartera de miles de préstamos hipotecarios) era dividido y vuelto a dividir y luego vendido a terceras partes, creó la percepción de que ese riesgo se había reducido sustancialmente, lo que fue generando una confianza excesiva en los mercados. Lo que no se comprendió es que este riesgo era transferido a otras entidades financieras –por lo que permanecía constante para el sistema financiero internacional como un todo- o incluso era "transferido" a entidades afiliadas al mismo banco.<sup>4</sup> Dice Esteban Hnyilicza: "La banca internacional se encargó de distribuir los activos contaminados alrededor del mundo. La mitad de las hipotecas *sub-prime* originadas en Estados Unidos terminaron en las hojas de balance de fondos de inversión y bancos europeos... Los productos derivados que se diseñaron para controlar el riesgo acabaron siendo ellos mismos los vehículos de contagio."<sup>5</sup> La dispersión de riesgo, una de las más grandes innovaciones financieras de la última década, funcionó al revés de lo que casi todos esperaban: terminó esparciéndolo y amplificándolo. Añade la Academia Británica: "Pero frente a quienes advertían, la mayoría estaba convencida que los bancos sabían lo que hacían. Ellos creían que los magos en finanzas habían encontrado nuevas y más astutas formas para manejar los riesgos. De hecho algunos afirmaban que los habían dispersado de tal manera a

través de una gama de instrumentos financieros novedosos, que prácticamente los habían eliminado. Es difícil recordar un ejemplo más grande de optimismo infundado mezclado con arrogancia."<sup>6</sup>

#### Falta de Información: Complejidad creciente

Este optimismo era aumentado por la innovación y la creciente sofisticación de los instrumentos financieros. Muchos consideraban que mayor complejidad era sinónimo de mayor seguridad. Así, proliferaron los bonos respaldados por hipotecas (MBS) que muchas veces eran mezcladas con otros tipos de activos para crear bonos respaldados por activos (ABS), los mismos que solían tener varios tramos. A su vez, los ABS eran mezclados y vendidos como obligaciones de deuda colateralizadas (CDO); y para asegurar éstas se emitían CDS. Frecuentemente, los CDO se recombinaban para crear instrumentos más complejos aún. Dice Hnyilicza "... los propios inversionistas desconocían el perfil de los portafolios que estaban adquiriendo." La seguridad y rentabilidad de estos instrumentos sofisticados eran respaldadas muchas veces por modelos matemáticos tanto o más complicados. Lo que no se entendió es que varios de los productos financieros tenían –por ser tan nuevos– un registro histórico de data muy limitado, no habían sido sometidos a situación de estrés, y por ende, la confiabilidad de esos modelos era también limitada.

#### Falla en el Entendimiento: Interconexiones

La creciente complejidad y opacidad (sinónimo de falta de información) de los instrumentos financieros, y de los mercados en sí, fue haciendo gradualmente más difícil apreciar un aspecto que finalmente se convirtió en un detonante central de la crisis: las interconexiones y retroalimentaciones entre productos financieros, bancos y otras empresas financieras, distintos mercados y países. Esto se hizo más arduo aún por el crecimiento de todo un "sistema financiero sombra" (*hedge funds*, etc).

Es más, otra consecuencia de la complejidad creciente es que incentiva cada vez más especialización. Se crea así una retroalimentación negativa entre complejidad y especialización. La consecuencia es que comienza a ser cada vez más difícil para los especialistas en cada área, ver las interconexiones con otras que pueden transmitir y amplificar los riesgos, y aún más, imaginar los efectos en el sistema como un todo.

Una de las interconexiones que fue subestimada, es, según el FMI, aquella entre los riesgos macroeconómicos y lo que pasaba en los mercados financieros domésticos e internacionales. El propio Fondo soslayó significativamente la combinación del riesgo de una creciente complejidad de los productos y mercados financieros con el de un apalancamiento cada vez mayor.<sup>7</sup> Tampoco

<sup>3</sup> Academia Británica; *Letter to the Queen*; 22 julio 2009.

<sup>4</sup> FMI, Lecciones Iniciales..., 18 febrero 2009, p. 5.

<sup>5</sup> Esteban Hnyilicza; *La teoría económica: ¿puede explicar la crisis?*; PUCP-Centrum, 2009.

<sup>6</sup> Academia Británica; *Letter...*; 22 julio 2009.

<sup>7</sup> FMI, Lecciones Iniciales..., 18 febrero 2009, p. 5.

**CUADRO 2**
**■ Crecimiento del PBI Mundial**

 World Economic Outlook- Cambios sucesivos en las Proyecciones  
 (PBI a Paridad de Poder de Compra, año-año, en %)

	2007	2008	2009			2010	
			Abr08	Abr09	Oct09	Abr09	Oct 09
<b>Producto Mundial</b>	5,2	3,0	3,8	-1,3	-1,1	1,9	3,1
Economías avanzadas	2,7	0,6	1,3	-3,8	-3,4	0,0	1,3
Economías emergentes y en desarrollo	8,3	6,0	6,6	1,6	1,7	4,0	5,1
Memorandum							
Crec. Mund. a tipos de cambio de mercado	3,8	1,8	2,6	-2,5	-2,3	1,0	2,3
Volumen del comercio mundial (Bs. y Ss.)	7,3	3,0	5,8	-11,0	-11,9	0,6	2,5
Precios de materias primas							
Petróleo	10,7	36,4	-1,0	-46,4	-36,6	20,2	24,3
No petroleros (promedio ponderado)	14,1	7,5	-4,9	-27,9	-20,3	4,4	2,4

FUENTE: FMI: WORLD ECONOMIC OUTLOOK, VARIOS NÚMEROS. 10.11.2009

se proyectó adecuadamente la vulnerabilidad del sistema financiero a una súbita retracción de la liquidez, la misma que estaba sosteniendo una red de conexiones financieras crecientemente complejas. El resultado fue una subestimación del riesgo para el sistema como un todo que provenía de las interconexiones entre mercados financieros, de desbordes (*spillovers*) de los problemas de un país a otros, y de la violencia con la que los problemas en el sistema financiero podían rebotar en la economía real.<sup>8</sup>

**Intereses**

Sin aceptar, ni mucho menos, teorías de conspiración, cabe mencionar lo obvio, que los actores en el mundo de las finanzas tienen interés directo en pretender que todo está bien. Es poco probable encontrar a la alta gerencia de un banco de inversión que voluntariamente admita que su entidad tiene serios problemas, o al dueño de un gran paquete de acciones en una empresa advertir al mercado que ésta va a tener grandes pérdidas. Y esto, a su vez, está directamente relacionado con lo siguiente.

**“No hay que hacer olas”: El rol de las expectativas**

En economía y finanzas, las expectativas juegan un papel particularmente grande. Si un número creciente de agentes del mercado creen que tal o cual activo perderá valor, lo más probable es que comiencen a venderlo en masa, y la profecía se autocumpla. Es por ello que, quizás con la excepción de los académicos, la mayoría de los actores económicos, tanto del sector privado cuanto del público sean muy reticentes a hacer públicas unas proyecciones negativas. Un ejemplo es la reacción ante los comentarios del CEO del Deutsche Bank, Josef Ackerman, quien en mayo 2010 expresó dudas sobre la capacidad de Grecia de repagar sus deudas, incluso recibiendo el paquete de rescate por US\$ 145 mil millones. De inmediato, Ackerman fue criticado ampliamente, en particular por funcionarios del gobierno alemán, por “...poner en peligro el fondo de rescate multi-millonario de la UE y el FMI”; a pesar que algunos economistas

dijeron que Ackermann solo decía en público lo que muchos pensaban en privado.<sup>9</sup>

Es más, siendo el futuro por naturaleza incierto, incluso el banquero o ministro más ético y honesto puede dudar en predecir un evento negativo, digamos para seis meses en el futuro, cuando existe la posibilidad de que algún acontecimiento en el intervalo pueda reducir su impacto o inclusive evitarlo.

**La atracción hacia otros problemas**

Desde que comenzó el ciclo global de crecimiento en 2003 e incluso antes, el tema de los desequilibrios globales fue atrayendo cada vez más atención de la academia, los organismos multilaterales, gobiernos y el mercado. Una preocupación mayor, y que probablemente era el escenario más esperado para una gran crisis global hasta 2008, era la posibilidad de que los crecientes déficits en la balanza en cuenta corriente de Estados Unidos y la pérdida en el valor del dólar estadounidense que los acompañaba, desembocaran en algún momento en una salida abrupta y de magnitud sin precedentes de capitales de Estados Unidos hacia otros países.

A principios de 2008, y después de cinco años de crecimiento global a las mayores tasas desde los años sesentas, sobre todo en la India y China, parte de la economía global comenzó a recalentarse. El precio del petróleo llegó a US\$ 147 por barril, y los precios de los alimentos empezaron a dispararse llevando, incluso, a motines por comida en varias ciudades del Tercer Mundo. Es así que la subida de los alimentos fue un tema central, clave en las Reuniones del FMI y el Banco Mundial de Abril 2008, mientras que la bomba de tiempo que estaba haciendo tic-tac en las entrañas del sistema financiero no recibió la importancia debida.

**El hechizo de las burbujas**

Si bien las burbujas financieras son conocidas –por lo menos– desde que estalló en 1637 la Burbuja de los Tulipanes en Holanda- éstas parecen tener una extraña cualidad. A lo largo de los siglos, cada nueva burbuja logra convencer a una parte importante del mercado

<sup>8</sup> FMI, Lecciones Iniciales..., 18 febrero 2009, p. 5.

<sup>9</sup> Entrevista en la ZDF TV el 13 mayo 2010; *Dow Jones, Newswires* 18 mayo 2010.

que “esta vez será diferente” y que los precios seguirán creciendo y creciendo. La burbuja hipotecaria de la presente década no fue la excepción.

#### “Todo está marchando muy bien”: La complacencia por el éxito

El auge de la economía global en el período 2003-2007 contribuyó a generar una sensación general de confianza e incluso complacencia. Ésta fue reforzada aún más porque desde 1981 no se había vuelto a dar una recesión mayor a escala global. Se llegó incluso a hablar de “la gran moderación”, esto es, el supuesto fin de las recesiones agudas (Ben Bernanke, conferencia en febrero 2004). Las economías avanzadas crecían a buen ritmo, la inflación era baja (en la medida tradicional de inflación no se consideraba los precios de activos), y las economías emergentes, especialmente India y China iban muy bien, levantando de la pobreza a decenas de millones año tras año.

Recuerda la Academia Británica cómo los mercados confiaban en los nuevos modelos matemáticos de predicción de riesgos, en los directorios de las instituciones financieras llenos de gente experimentada y exitosa, y en los *staffs* de esas instituciones, poblados por los mejores talentos en matemáticas y finanzas que podían reclutarse en las universidades más prestigiosas. “Nadie quería creer que su juicio pudiera ser defectuoso, o que ellos eran incapaces de evaluar de manera competente los riesgos en las organizaciones que manejaban. Una generación de banqueros y financistas se engañó a sí misma, y engañó a aquellos que creían que eran los expertos que marcaban el paso a la vanguardia de las economías avanzadas.”<sup>10</sup>

#### El éxito puede ser el padre del fracaso

Además, la relativa facilidad con la que se había evitado una recesión a principios de la década, luego del estallido de la burbuja de las acciones tecnológicas (*dot-com*), hizo creer a muchos que sería más fácil lidiar con el estallido de similares burbujas en el sector hipotecario o en acciones luego de producirse, que tratar de “desinflarlas” anticipadamente. Este sería un ejemplo más de cómo los éxitos de ayer pueden llevar –mediante analogías endeables- a fracasos mañana.

#### La suma de las partes es menor al total: La incapacidad de pensar en el sistema como un todo

La Academia considera que “todos parecían estar haciendo bien su propio trabajo... La falla consistía en que no se veía que, si se sumaba lo que hacía cada uno, esto resultaba en una serie de desequilibrios interconectados, sobre los cuales, por sí sola, ninguna autoridad [supervisora] tenía jurisdicción. Esto, combinado con la mentalidad de rebaño y la confianza ciega en los gurús en finanzas y política económica llevó a una receta peligrosa. Los riesgos individuales podían parecer –e incluso lo eran- pequeños, pero el riesgo para el sistema como un todo era vasto.”

La conclusión final que los académicos transmiten a la Reina es la siguiente:

“En resumen, Su Majestad, la falla en predecir el momento exacto, el alcance y la severidad de la crisis y de evitarla, puede haber tenido muchas causas, pero la causa principal es una falla de la imaginación colectiva de mucha gente brillante, tanto en Gran Bretaña como en el resto del mundo, para entender los riesgos para el sistema como un todo.”

Como puede verse, hubo tantas causas que actuaron y confluyeron para evitar que la Crisis Global del 2008-2009 pudiera predecirse, que sería inevitable hacerse la pregunta:

#### ¿SIGNIFICA TODO ESTO QUE PREDECIR LAS FUTURAS CRISIS GLOBALES ES IMPOSIBLE?

Predecir a nivel sistémico es ciertamente difícil, pero no imposible. Para comenzar, se cuenta con dos de las herramientas básicas y poderosas de la predicción: la extrapolación y la analogía.

Si bien, y es una verdad de cliché, no se puede saber “lo que no pasó”, en abril de 2009, en lo más profundo de la Crisis Global, los principales líderes mundiales reunidos en la Cumbre del G-20 en Londres predijeron que la crisis iba a terminar en una nueva Gran Depresión, y para evitarla decidieron lanzar en el acto un paquete de estímulo sin precedentes.

En el momento más peligroso de toda la Guerra Fría, la Crisis de Cohetes de Cuba en octubre de 1962, Kennedy, basado en su lectura sobre los orígenes de la Primera Guerra Mundial, predijo que si acorralaba a Kruschef y sólo le dejaba una salida humillante, entonces la probabilidad de una guerra aumentaría mucho más.

En el libro “El Año 2000” (Herman Kahn et al), escrito en 1967, algunos de los escenarios planteados son bastante semejantes a la realidad de 33 años después.

A pesar de que, y esta es otra verdad de cliché, el futuro nunca es exactamente igual al pasado, el punto de partida necesario para una predicción efectiva bien puede ser la máxima atribuida a Churchill: “Si quiero saber que va a pasar en el futuro, debo mirar muy lejos en el pasado.”

¿Cómo se podría llevar a la práctica el intento de predecir futuras crisis económicas o financieras a nivel del sistema? Sólo a manera de esbozo: la tarea es más bien una a nivel de gobiernos y de organismos multilaterales. Se trataría de formar un grupo con especialistas sectoriales y a la vez con “generalistas” capaces de entender interconexiones y de pensar en el sistema como un todo, con la misión específica de concentrarse en “el gran cuadro” y analizarlo de manera permanente; y con acceso directo a los más altos rangos del gobierno o la multilateral.

Aún para quienes dudan sobre el éxito de este esfuerzo de predicción, es obvio que su costo sería sustancialmente inferior aún a la pérdida más pequeña que puede dejar una crisis sistémica. ■

<sup>10</sup> Academia Británica; Letter...; 22 julio 2009.