

EL COLAPSO DEL SISTEMA FINANCIERO MUNDIAL

José Antonio Ocampo *

Publicado el 10 de octubre de 2008 en **Portafolio.com.co**, **El portal de Tecnología y Negocios**, http://www.portafolio.com.co/opinion/analisis/2008-10-10/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-4594094.html

El espectáculo del colapso financiero mundial ha sido deprimente. Se ha cumplido ya más de un año desde que desencadenó y casi un mes desde la fatídica semana que se inició el domingo 14 de septiembre con la quiebra uno de los cinco grandes bancos de inversión norteamericanos y el rescate de otro (otro ya había sido rescatado en marzo), y siguió a comienzos de la semana con el rescate de la principal empresa de seguros (AIG) y la venta forzosa de los activos del principal banco de ahorro y crédito (Washington Mutual) y uno de los bancos comerciales más grandes (Wachovia; muchos otros, más pequeños, han quebrado en los últimos meses). El miércoles 17 y el jueves 18 el sistema financiero de Estados Unidos estuvo a punto de un colapso total y se desencadenó la virtual paralización del crédito interbancario y de la emisión de papeles comerciales de corto plazo. Durante esa semana se desencadenó también la secuencia de quiebras de bancos europeos, que no ha parado todavía.

Muchos hemos dicho por varios años que los sistemas financieros son incapaces de auto-regularse y, por ende, que las medidas de liberalización financiera contienen el germen de crisis. La historia de estas últimas es, por supuesto, tan vieja como la banca, pero sabemos que la frecuencia de las crisis financieras y, en general, la inestabilidad financiera han alcanzado desde los años setenta los niveles más altos de la historia. Pero, sin duda, esta crisis es la “prueba maestra” de que, desafortunadamente, teníamos la razón.

La explicación básica es muy simple y fue analizada hace varias décadas por Hyman Minsky, un gran intelectual norteamericano, de moda hoy pero ignorado por la ortodoxia económica, obsesionada por demostrar la eficiencia de los mercados. El problema fundamental es que a medida que avanzan los auges tiende a aumentar la confianza y los agentes financieros toman, por ello, posiciones cada vez más riesgosas, en el sentido en que involucran mayor endeudamiento en relación con el capital que poseen (mayor “apalancamiento”, para utilizar la jerga de la profesión). La lógica de este modo de operar es contundente durante los auges, porque permite hacer grandes ganancias con poco capital, gracias a la inflación de los precios de los activos que se auto-genera. El auge termina, por lo tanto, con niveles de endeudamiento excesivo de todos los agentes y escasa capitalización de las entidades financieras, que siembra la semilla de las quiebras de los deudores y de los intermediarios financieros.

Ante la tozudez de los hechos y, en particular, el colapso que experimentó el grueso del mundo en desarrollo a fines del siglo pasado, la ortodoxia económica aceptó que las medidas de liberalización financiera deben estar acompañadas de mejor regulación y supervisión prudencial. Pero esa prédica no se aplicó al centro del

* Profesor de la Universidad de Columbia.

capitalismo financiero, que siguió desregulando su propio sistema, eliminando en 1999 la fronteras entre la banca de inversión y la banca comercial que se había establecido en los años treinta y liberalizando los requisitos de capital de la banca de inversión en 2004, lo cual la llevó a doblar los niveles de apalancamiento en los años siguientes.

No hubo, además, ninguna regulación sobre las “innovaciones financieras”, como las hipotecas de baja calidad, su titularización o la proliferación de derivados financieros, entre los que sobresalen los nuevos seguros de crédito denominados “credit default swaps”, que el multimillonario Warren Buffet llamó “armas financieras de destrucción masiva”. Tampoco hubo ninguna regulación sobre los nuevos intermediarios, como los fondos de cobertura, que se convirtieron en el centro de las ventas en corto de acciones de los intermediarios financieros. A ello se agrega que muchos agentes no bancarios se fueron especializando en la transformación de plazos (captar recursos a corto plazo con emisiones de bonos para prestar o invertirlos a largo plazo), una función que tradicionalmente ha sido asignada a los bancos comerciales y que se torna muy problemática durante las crisis.

Las soluciones que han sido diseñadas durante varios meses se han concentrado en uno de los problemas específicos, la provisión de liquidez. Sólo hasta hace poco se concentraron en un segundo problema, facilitar la venta de activos riesgosos y especialmente, en un tercero y, de hecho, el más importante, la recapitalización de las entidades financieras. Sin esta última no habrá una recuperación del crédito, pero esto no será tampoco el resultado automático de la capitalización del sistema financiero, por lo cual puede considerarse como un cuarto objetivo.

Las líneas de crédito que han extendido los bancos centrales han sido cuantiosas (la sola Reserva Federal ya ha descontado cerca de un billón de dólares en papeles), pero no ha solucionado el problema de fondo que se persigue en esos casos, que es mantener al menos los créditos de corto plazo, porque son la fuente de liquidez del sector productivo. Por eso, la Reserva Federal dio un paso absolutamente excepcional el pasado martes, al aceptar comprar papeles comerciales sin respaldo.

La compra de activos riesgosos o “tóxicos”, como se les ha denominado, fue el centro de atención del paquete de rescate de 700.000 millones de dólares aprobado por el Congreso de Estados Unidos, en un agitado debate en el cual el partido de gobierno dio un espectáculo deplorable de división interna y que fue aprobado así gracias al apoyo de la oposición. La compra de estos activos evita que se sigan depreciando, pero no soluciona el problema principal, que es la falta de capital de las entidades. Por presión del partido de oposición, la ley también incluyó la posibilidad de que el gobierno adquiriera acciones en las entidades financieras. A la postre, ésta puede ser la medida más importante.

El paquete más coherente y comprensivo es el que hizo público Gran Bretaña el pasado martes, al anunciar que las entidades deberían capitalizarse de aquí a final del año y que el gobierno estaba dispuesto a poner el capital que faltara, adquiriendo acciones preferenciales hasta por £50.000 millones. A ello se agrega un fondo para adquirir activos ilíquidos por £100.000 millones y de otro por £250.000 para garantizar nuevas deudas de mediano y largo plazo, con el propósito de contribuir a la reactivación del crédito.

En todas las crisis financieras, el Estado aparece siempre como el único agente capaz de garantizar la confianza e inyectar capital. Por eso, las nacionalizaciones temporales de entidades financieras son comunes, a lo cual se agrega ahora la posibilidad de comprar acciones preferenciales. Esta solución tiene la ventaja de que permite que el Estado recupere parte o incluso la totalidad de los recursos más adelante, vendiendo sus participaciones accionarias cuando la situación mejora. Pese al rechazo de la derecha norteamericana, los hechos están terminando por imponerla. Ya se nacionalizaron de hecho las dos gigantes hipotecarias (Fannie Mae y Freddie Mac) y la principal aseguradora (AIG) y, bajo la presión de las circunstancias y el anuncio del paquete británico, el gobierno de Estados Unidos anunció el miércoles que podría seguir el camino de capitalizar entidades financieras, gracias a las facultades que en tal sentido quedaron consignadas en la ley de rescate, por presión de la oposición.

Uno de los problemas principales ha sido la falta de coordinación internacional de las autoridades, salvo en la provisión de liquidez por parte de los bancos centrales. La necesidad de una mejor institucionalidad mundial para manejar la globalización financiera nunca había sido tan patente, así como de una nueva institucionalidad europea e incluso norteamericana.

Los mercados “emergentes” han sido arrastrados a la crisis, con la salida masiva de los capitales que habían entrado a chorros hasta mediados del presente año. Pero, en general, no hay crisis financiera internas, salvo en unos pocos casos, como el de Rusia, que de hecho tuvo que anunciar su propio paquete en la semana fatídica. Aunque América Latina no ha sido ajena al colapso de las bolsas y de las monedas generado por la salida de capitales, tiene una buena posibilidad de evitar ahora las crisis financieras internas que la agobiaron en el pasado.

La radicalización de las medidas de rescate durante la semana en curso, tiene la posibilidad de parar el desangre, que es la secuencia de quiebras y la paralización del crédito comercial. Esto es particularmente cierto si Estados Unidos le pierde el miedo a la inyección de capital público en las entidades financieras. Pero queda mucho camino por recorrer. Los efectos reales apenas se están comenzando a sentir. La recesión generalizada del mundo industrializado ya comenzó y puede durar algún tiempo, debido al severo problema de endeudamiento de los hogares en los países anglosajones y a que el crédito tarda en recuperarse después de las crisis (entre tres y cinco años, si uno juzga por las del mundo en desarrollo). La herencia que dejarán las fuertes pérdidas de los fondos privados de pensiones (estimada en Estados Unidos en dos billones de dólares) será también objeto de debate muy pronto.

Y, por supuesto, queda por delante el debate más importante de todos: el de la regulación financiera del futuro, que deberá incluir el manejo de las interconexiones entre los mercados de distintos países y los problemas que se derivan de la mayor concentración de la industria bancaria, que es uno de los resultados evidentes de la crisis. Las nuevas reglas emitidas por el Comité de Basilea de regulación bancaria parece ahora parte de la historia, porque los modelos de auto-regulación del riesgo en que se basan demostraron ser parte del problema, no de la solución.

El Profesor Joseph Stiglitz señaló hace unas semanas que esta crisis era para el fundamentalismo de mercado lo que la caída del muro de Berlín fue para el comunismo.

Ojalá tenga la razón, pero sospecho que, al menos en Estados Unidos, el poder financiero y las fuerzas del fundamentalismo siguen muy vivos. Tendrá que ser la política la que se imponga sobre el mundo financiero, recurriendo a los intereses generales y no a los particulares, que hasta ahora han dominado la regulación financiera a nivel mundial.