

Prolongado el ciclo depresivo

David Ibarra
Examen No. 197
Enero de 2008

El origen del problema nace de la libertad extrema y del gran impulso del sector financiero norteamericano ya convertido en la actividad más dinámica y claramente dominante de la economía norteamericana (el peso de la banca y de los negocios inmobiliarios rebasa en más del 50% la contribución de las manufacturas al producto). El viejo poder de las tecnoburocracias empresariales –criticadas por Galbraith-- emigra hacia las elites de las instituciones financieras. Poco a poco éstas últimas, en representación de los accionistas, cooptan a los directivos y consejos de administración –con remuneraciones estratosféricas-- hasta hacer prevalecer su visión, esto es, la maximización de corto plazo de los valores accionarios de las empresas (el llamado “shareholder value”).

Con ese criterio, los bancos de inversión comenzarán a usar su enorme liquidez en empaquetar hipotecas buenas y *subprime* en derivados complejos, como las obligaciones colateralizadas de deuda (colateralized debt obligations, CDO’s), o en créditos estructurados. Aquí la innovación financiera (de los derivados) consiste en dispersar los riesgos hasta permitir a los bancos no ser escrupulosos en constatar la calidad de las hipotecas ni la capacidad de servir las por los prestatarios. La razón es simple, esos papeles se colocarían entre una multitud de ahorradores que cargarían con la mayor parte del riesgo, descargando el de la banca. Sin embargo, el afán de lucro, llevó a la propia banca a quedarse con una parte importante de las emisiones del papel, aprovechando su enorme capacidad de apalancamiento (hasta 30 veces su capital) y las mayores tasas de interés de las hipotecas de baja calificación. Aun así, la banca buscó una segunda salvaguarda dispersora de riesgos con los “credit deficit swaps” una especie de seguro emitido por empresas como la AIG.

Cuando los precios de los bienes inmuebles se comenzaron a declinar los derivados hipotecarios y sus seguros se derrumbaron. El financiamiento de margen y el interbancario desaparecieron, los bancos se vieron forzados a vender activos a precios castigados, a reconocer pérdidas sustantivas, así como asumir el riesgo de no hacer honor a los retiros de los depositantes. Surge de aquí una restricción generalizada de crédito que contamina, contagia, a la economía real, hasta amenazar con una depresión de alcances universales.

La debacle del sistema financiero mundial iniciada en los Estados Unidos, marca el comienzo de una era económica distinta. Diferente tanto en el mundo de la práctica y de las ideas al erosionar la fe en la sapiencia autorreguladora de los mercados. Y diferente también al obligarnos a recuperar la memoria histórica: el sistema de mercado produce ciclos de auge y depresión que ha de suavizar, humanizar, la intervención del Estado.

La ideología neoliberal y las concepciones que le sirvieron de apoyo en el entierro del keynesianismo, parecen adentrarse, a su vez, en un periodo de revisión o al menos de hibernación prolongada. Cuando se acepta la necesidad de la intervención estatal en el rescate financiero, tendrán que aceptarse, como inevitables, sistemas regulatorios más densos y cambios en el régimen organizativo de las instituciones financieras. El campo de la regulación debiera abarcar por igual a las instituciones calificadoras de riesgo tanto por no haber advertido la fragilidad de los papeles del crédito inmobiliario y bancario, sino por caer en conflicto de intereses cuando evalúan y, al mismo tiempo, asesoran a las empresas emisoras de deuda. Sin embargo, todavía cuesta aceptar que Estado y mercado no son instituciones antagónicas, sino estrictamente complementarias. Como se constata una vez más, sin la acción del Estado, el mercado se autodestruye.

La premura obedece, primeramente a que la ruptura de la burbuja inmobiliaria causó desvalorización de los activos de la banca, evaporación de sus

capitales y, como consecuencia, caída brutal no sólo del mercado accionario, sino de la oferta de crédito a la producción, con efectos gravemente depresivos. En segundo lugar, el altísimo grado de integración de los mercados financieros internacionales y la rapidísima dispersión de las carteras con activos tóxicos, fuerza a contener cuanto antes la dimensión geográfica de los contagios. Las cifras descendentes de capitalización de los bancos fuera de los Estados Unidos, son claramente ilustrativas: entre junio de 2007 y agosto de 2008, Barclay´s había perdido 42%, UBS 55%, Sumitomo 32%, Bank of China 30%, BBVA 32%. Por último, está el imperativo de restaurar cuanto antes al sector más dinámico y privilegiado de la economía estadounidense.

Las primeras medidas correctoras siguieron sendas trilladas. Tanto la Reserva Federal como los bancos centrales de otros países inyectaron masivamente liquidez para revertir el estrangulamiento de los mercados (unos 600 mil millones de dólares). Las medidas no resultaron suficientes, entre otras razones, por tardías, por la falta de capital y porque las tasas de interés de los redescuentos oficiales al ser muy bajas, registraban poco o nulo margen para comprimirse más y hacerse atractivas.

Por consiguiente, debió recurrirse a medidas intervencionistas más directas. Las autoridades reguladoras de los Estados Unidos y de muchos otros países acrecentaron la cobertura del seguro de los depósitos –algunas hasta el 100%-- a fin de evitar corridas bancarias peligrosas. Más adelante, los bancos centrales acordaron reducir conjuntamente en 1% las tasas de interés.

Más importante que lo anterior, fue abrir la discusión sobre el imperativo y los alcances en la intervención estatal. Los defensores de la ideología del mercado y de los privilegios del sector financiero, se manifestaron partidarios de soluciones privadas –la compra de un banco comprometido por otro banco o empresa--, limitando la acción estatal a la compra de las carteras emponzoñadas, como lo declaró el director de la Reserva Federal ante el senado norteamericano.

En otra vertiente, políticos y economistas, con menos escrúpulos neoliberales, apoyan a acciones más directas a la vista de la magnitud de riesgos inminentes de orden nacional y planetario. La evolución de los hechos fue despejando el debate ideológico en favor de soluciones intervencionistas más o menos atemperadas. Así se dieron los rescates de los gigantes hipotecarios Fannie Mae y Freddy Mack mediante la compra de acciones o la ampliación de las líneas de crédito de la Reserva Federal, la entrega del 79% de las acciones de aseguradora AIG a cambio de 85 mil millones de dólares gubernamentales. En Europa se repiten fenómenos análogos con la estatización, por ejemplo, del Banco Northern Rock de Inglaterra.

Del mismo modo, se adoptaron otras soluciones. Fueron frecuentes las instancias en que se facilitó la adquisición privada de empresas próximas a la quiebra. Ahí están las compras de Bearn Stearns y de Washington Mutual por JP Morgan, la de Merryll Lynch por Bank of America, la venta del Banco HBOS a Lloyds de Londres, o la compra de Wachovia por el Wells Fargo.

Ante el fracaso legislativo del primer intento intervencionista del Tesoro norteamericano y de la Reserva Federal por 700 mil millones destinados a la adquisición de cartera basura, los mercados bursátiles se desploman y se multiplican las quiebras bancarias. Una semana después se logra la aprobación legislativa, pero los mercados siguen derrumbándose. Fracasa por igual la reunión convocada por el presidente de Francia, ante la reticencia de Alemania, de fondear el rescate de los bancos de la Unión Europea. Siguen prefiriéndose no sólo soluciones privadas, sino acciones de corte nacional, frente a un problema sistémico de alcance regional o universal.

Las soluciones privadas, tienen el defecto de hacer más lenta la vuelta a la normalidad, de alentar la formación de oligopolios enormes y la de no acrecentar del todo la capacidad bancaria de crédito al trasvasar simplemente la cartera

mala a empresas sanas. Del mismo modo, la valuación de esa cartera cae en el dilema inevitable de favorecer a los bancos y perjudicar al fisco o a la inversa.

A los ojos de los críticos del intervencionismo, también hay inconvenientes. Ahí está, el riesgo moral de salvar a los culpables de la debacle financiera, de generar la percepción popular que se intenta salvar exclusivamente a grupos privilegiados y, además, de contrariar el fondo ideológico del canon neoliberal.

El debate subyacente, se expresa en una sucesión de acciones incompletas que no acaban de resolver definitivamente la debacle financiera ni evitar se extienda a la economía real. En ese ambiente proliferan actividades especulativas de que se benefician lo mismo de la caída que del alza de los mercados. La volatilidad de las ventas de garage y la búsqueda de gangas están a la orden del día, mientras poco se plantea en favor de los deudores hipotecarios y de los pensionistas, ambos terriblemente empobrecidos.

El panorama ha comenzado a despejarse un tanto a raíz de la propuesta innovadora del primer ministro inglés, Gordon Brown. Su programa incluye inyecciones directas de capital estatal a los principales bancos ingleses, garantías al crédito interbancario y préstamos del gobierno, incluido el descuento de papel comercial. Frente a ello, de momento los mercados bursátiles reaccionaron favorablemente al punto de que el Tesoro de los Estados Unidos adoptó un programa semejante. En efecto, con giro importante, el secretario del Tesoro norteamericano, anunció la inyección de 250 mil millones de dólares en acciones a los bancos (Citigroup, Bank of America, JP Morgan Chase, Wells Fargo) y a las casas de inversión (Goldman Sachs y Morgan Stanley). Ahora se dará prelación en el tiempo a la compra de acciones –para liberar al crédito y evitar alzas en las tasas de interés– en vez de la compra de activos tóxicos, como se planteó originalmente. Además, frente al clamor popular, la propuesta incorpora limitantes a las remuneraciones de los altos directivos financieros.

El cambio de enfoque estuvo motivado por la insuficiencia de las medidas de corte más conservador y, sin duda, por la proximidad de las elecciones presidenciales. Sin embargo, no se trata de acciones verdaderamente radicales ya que la participación estatal en el capital de los bancos será temporal, en acciones preferentes sin derecho a voto en los consejos de administración y, al propio tiempo, el gobierno garantizará por tres años la deuda emitida por los bancos. Aun así, la respuesta de los inversionistas y los mercados no ha sido enteramente favorable como se desprende de la volatilidad y de las caídas registradas en muchas bolsas desde el 15 de octubre, al generalizarse el clima de incertidumbre.

Las consecuencias de la crisis sobre la estructura institucional de los sistemas financieros están a la vista. En los Estados Unidos la división entre banca comercial, sujeta a detalladas regulaciones y la banca de inversión con poca supervisión, va en camino de desaparecer en virtud de los procesos de fusiones y adquisiciones. Se avanza en formar una estructura de banca universal, así lo atestigua la transformación de Goldman Sachs y Morgan Stanley en bancos comerciales para darles acceso a los apoyos de la Reserva Federal.

Al propio tiempo se gestan cambios regulatorios de fondo ante la necesidad de prevenir o reducir la recurrencia de desequilibrios financieros graves. Seguramente se producirá alteración en las bases del gobierno corporativo de las grandes empresas, hasta hace poco extremadamente dependientes de los criterios maximizadores cortoplacistas (el "shareholder value") de los intermediarios financieros. Las ideas revisionistas abarcan también a las reglas contables, sea para limitar los márgenes de apalancamiento o flexibilizar en la crisis las reglas de capitalización. En términos más generales, han quedado en entredicho las tesis prohibitivas del manejo estatal de empresas, la de dar siempre preferencia a soluciones de mercado o la de mantener constreñidos el tamaño de los déficit presupuestales de los gobiernos.

En síntesis, la corrección del desbarajuste y las reformas a los sistemas tomarán tiempo. Las energías políticas de los gobiernos están centradas en la estabilización de los mercados financieros, aunque todavía no logran decidir por entero si las soluciones han de ser globales o nacionales, sobre los alcances del intervencionismo estatal frente a las soluciones privadas. Mientras tanto el receso real avanza y la crisis financiera se torna en crisis generalizada de confianza. Ya comenzaron a surgir voces en el sentido de reformar la arquitectura del sistema financiero internacional. En términos bastante más concretos, se plantea la reforma del FMI, a fin de fortalecer la supervisión de los bancos y crear un sistema global de alerta temprana frente a las crisis.

Entretanto, se están dejando de lado problemas importantes que incidirán en el desarrollo o la estabilidad futura de los países. La reducción considerable en las tasas de interés como medio de estabilizar los mercados accionarios y alentar la inversión, no se compadece del equilibrio presupuestario ni del combate a presiones inflacionarias que toman cuerpo en el mundo. Asimismo, las tasas de interés reducidas, la pérdida del valor de los activos de las familias y el mayor endeudamiento público asociado al rescate financiero, presionarán a la baja el limitadísimo ahorro de economías, como la norteamericana. Adviértase que el ahorro neto en proporción al producto de los Estados Unidos ha caído de más del 10% a menos del 2% entre 1960 y 2007. Puesto en otros términos, la licuificación, como solución al endeudamiento excesivo de gobierno, empresas y familias, demandarán tasas de interés extremadamente bajas –acaso negativas–, pero eso mismo desalentará críticamente al ahorro y dificultará inversión y crecimiento. Con alta probabilidad se está frente a un ciclo depresivo prolongado.