

Pánicos Financieros: Medidas de Emergencia Vs Transformaciones Estructurales

Sary Levy-Carciente (PhD, Economista)

Decana de la FaCES-UCV

En días recientes los noticieros no han hecho otra cosa que reseñar detalles y efectos de la crisis financiera global. Pero aunque noticia de última hora, no resulta totalmente nueva. Cada cierto tiempo internautas, lectores de prensa, televidentes y radio-escuchas del mundo son presa del terror producto de noticias financieras espeluznantes que le indican que posiblemente han perdido gran parte de sus ahorros, o que no podrán pagar sus casas, o que simplemente han quedado en la bancarrota.

Lo asombroso es que no son sólo ellos los sorprendidos: las grandes corporaciones, aquéllas expertas en las dinámicas financieras globales, a las que con frecuencia se les señala por influenciar inclusive las legislaciones que la regulan, son presa del crack y ven históricos desempeños desvanecerse en la nada.

Y es que los últimos tiempos han sido escenario para crisis de todo tipo: crisis de balanza de pagos, crisis bancarias, crisis bursátiles y crisis hipotecarias, que han hecho erupción en todo el globo terráqueo y se han diseminado por el llamado efecto contagio. Así, el *capitalismo de casino*, utilizando el título del libro de Susan Strange, ha dado lugar a la llamada *exuberancia irracional* para secundar a Alan Greenspan¹.

Esta crítica irregularidad se extracta en los eventos siguientes:

- La crisis de la deuda externa de los países en desarrollo, desatada en 1982
- El crack bursátil de 1987
- La embestida cambiaria frente a las monedas europeas en 1992
- El abrumador auge bursátil de 1993
- El ajuste al alza de los intereses estadounidenses y la crisis mexicana en 1994 (efecto Tequila)
- La embestida cambiaria y desplome bursátil asiático de 1997 (efecto Dragón)
- La crisis de la deuda rusa durante 1998 (efecto Vodka)
- La crisis del Brasil en 1999 (efecto Samba)
- La crisis financiera desatada en Turquía en el 2000
- El derrumbe del NASDAQ en el 2001
- El colapso del modelo Argentino en el 2002
- Los escándalos financieros de corporaciones transnacionales, la declaración de recesión y la caída bursátil estadounidense, 2002
- El largo ciclo expansivo de los EUA, 2004-2007
- La explosión de la crisis hipotecaria en el verano del 2007 (Credit Crunch o Crisis de las Subprime), que arrecia en el 2008, llevándose por delante a los gigantes de las finanzas.

La combinación de procesos de desregulación financiera y apertura de la cuenta de capitales junto con los progresos tecnológicos, han internacionalizado los sistemas financieros nacionales, convirtiendo al conjunto en un sólo sistema enlazado con alto grado de interdependencia. Un sistema marcado por la volatilidad y la incertidumbre y

¹ Término utilizado por Alan Greenspan, en su discurso del 5.12.1996 ante la Reserva Federal en Washington, DC

donde los rápidos movimientos de capital han desestabilizado profundamente las economías haciéndolas propensas al desequilibrio.

Las continuas crisis desde la década del 90' evidenciaron los grandes riesgos a los que estaba sometida la economía global e hizo reevaluar viejos controles para reducir la movilidad del capital; pero la fuerza de la globalización financiera fue más fuerte. Cada una de estas crisis ha mostrado elementos sensibles del entorno financiero actual, consolidando la perspectiva incierta que sobre el mismo se cierne.

El **Efecto Tequila** afloró la inestabilidad y volatilidad de los flujos de inversión en cartera -acuñándoseles desde entonces el término de capitales golondrinos-, puso en tela de juicio los esfuerzos de los Estados para la atracción de capitales y obligó a reevaluar la pertinencia de la apertura de la cuenta de capitales.

El **Efecto Dragón** fue decisivo en el reconocimiento de que la interrelación e interdependencia de los mercados financieros, tan positiva desde la perspectiva del negocio del sector, abría también la puerta al de contagio de los efectos negativos de las crisis.

El llamado **Efecto Vodka** -que estalló por declaraciones frente al pago de la deuda externa rusa, que circulaba en los mercados internacionales a través de mecanismos de titulación- destacó el papel del FMI que otorgó US\$22.000 millones para solventar esta crisis.

Con la **declaración de recesión** de los EUA en marzo del 2001 se evidencia la debilidad del mercado, poniendo fin al período de crecimiento más prolongado de la economía estadounidense desde la II Guerra Mundial. Como elemento adicional a la dificultad económica, el 11 de Septiembre del 2001 la ciudad Nueva York sufre el terrible atentado terrorista en el que son asesinadas miles de personas y que acaba con las Torres Gemelas, rascacielos emblemáticos de la ciudad y en donde tenía sede el Centro de Comercio Mundial. Muchas grandes empresas realizan despidos masivos impactando las tasas de desempleo y los ya disminuidos niveles de consumo. Entre las medidas para contrarrestar la depresión y favorecer la inversión se bajan las tasas de interés de referencia, con el consecuente impacto positivo en la bolsa. En algún sentido, la caída permitió cierto grado de corrección en los mercados bursátiles, aunque posteriormente en el primer trimestre del 2002, recupera sus niveles, los cuales vuelve a perder al finalizar el segundo trimestre.

La **caída del NASDAQ² o crisis de las DotCom** en el 2000 mostró la fragilidad de los nuevos sectores. Muchas fueron las razones esgrimidas para este crash, entre las que destaca el cambio al sistema decimal para contabilizar las acciones, lo que redujo sustancialmente el costo para sus inversores, pero simultáneamente, los diferenciales (*spreads*) de los creadores de mercado (*dealers*), que es la fuente de sus beneficios.

Pero no sólo las nuevas empresas padecieron fluctuaciones. Las más grandes y dinámicas, como las tecnológicas, sufrieron fuertes embates: Sun Microsystem, Oracle, Cisco System, Global Crossing, WalMart, BigKmart, Enron, Andersen Consultants, WolrdCom, son algunas de las más notorias entre el 2001 y el 2002. Junto con la sospecha de maquillajes contables fraudulentos, lo sucedido con estas empresas puso de

² Siglas de: National Association of Securities Dealers Automated Quotation system.

relieve el carácter cíclico propio del mercado bursátil y del riesgo inherente de los nuevos mecanismos de apalancamiento, elementos que tras el auge continuo de la década de los 90, fueron, en cierta medida, olvidados por los inversionistas, los cuales sentían una especie de seguro sobre la intervención en el mercado bursátil por parte de la Reserva Federal, constituyéndose en una especie de *Meta-riesgo moral*.

Durante el período 2004-2007 se retoma un ciclo expansivo en la economía global, principalmente alimentado por el crecimiento de los gigantes de Asia: China e India o más ampliamente de los BRICs (Brasil, Rusia, India y China). Sube el precio de los commodities y con ello crecen otros países en desarrollo, en particular se favorecen los latinoamericanos. Igualmente se incrementa el precio de los combustibles, lo que siempre genera perdedores y ganadores al revisar las cuentas externas.

En el verano del 2007 estalla la última de las crisis, ésta vinculada al mercado hipotecario y conocida como la **Crisis de las Subprime**. Esta crisis se concentra en activos financieros con garantía hipotecaria de baja calidad crediticia, conocidas como *subprime* y que proseguía su camino hasta ser titularizada y transada en el mercado secundario para llegar a ser parte de infinidad de portafolios de inversionistas institucionales. Reducción de la tasa de interés del FED, un programa de crédito por US\$200 billones dirigido a auxiliar a la banca de inversión y una línea de crédito de US\$100 billones para la banca comercial, inclusive aceptándose como colateral valores respaldados en hipotecas riesgosas, lograron frenar en enero del 2008 el efecto dominó. Titulares: Bear Sterns es adquirida por JP Morgan, Fannie Mae y Freddie Mac requieren apoyo de la Reserva Federal.

En Septiembre del 2008, el pánico vuelve a la escena tras conocerse que Lehman Brothers se acogía al Capítulo 11 por bancarota, tras fallidas conversaciones con Bank of America y Barclays, por no lograr respaldo de la Reserva Federal para su adquisición. Las bolsas mundiales se desploman. Todos los portafolios de inversión son revisados a la baja y sus niveles de riesgo son difíciles de cuantificar. Algunos actores se aprestan a generar respuestas:

- 10 grandes Bancos Privados conforman un fondo de **US\$ 70 billones** para evitar el contagio.
- Bancos Europeos conforman Fondo de apoyo a banca de inversión en problemas.
- El Departamento del Tesoro de los EUA propone un Acta de Estabilización de **US\$ 700 billones**, que la Cámara de Diputados (House of Representatives) el 29.09.08 no aprueba. Se desploman las bolsas, los inversionistas realizan sus portafolios para evitar mayores pérdidas y se refugian en activos sólidos (oro) o papeles gubernamentales de mínimo rendimiento. El 02.10.08 el Senado de los EUA aprueba el nuevo plan del tesoro en el que se ofrecen concesiones impositivas y se incrementa el seguro bancario en un 150%. Se espera que esto permita cierta estabilidad. Pero de lograrse será muy precaria.

Esta última crisis ha evidenciado nuevamente un conjunto de debilidades que aquejan al sistema financiero mundial: debilidad de la economía global, creciente interdependencia, laxitud en la supervisión de las transacciones financieras, riesgos mal cuantificados en el proceso apalancamiento y de titularización de los instrumentos, pobre conocimiento de la

población sobre los instrumentos financieros que adquiere y la consolidación de un Meta-riesgo moral en las actividades de inversión.

Ante la crisis se ha hecho todo lo necesario para paliarla, se ha enfrentado la crisis decidida, activa y profesionalmente. Pero qué hay del problema de fondo? Qué medidas estructurales, de transformación institucional se requieren para que esto no siga sucediendo?

Más allá de la emergencia.

Desde el colapso del Sistema Bretton Woods, el aumento en la movilidad internacional del capital y el avance en la innovación y liberalización financiera, las dinámicas del proceso financiero internacional se han alterado sustancialmente. De esta manera, el estado-nación ha visto limitada la acción de sus políticas macroeconómicas para estimular el crecimiento, siendo incapaz de controlar los flujos de capital privado. Simultáneamente, el andamiaje institucional internacional, heredado del colapsado sistema, no ha sido capaz de controlar las embestidas cambiarias, ni de prevenir las crisis financieras de la economía global de hoy que en repetidas ocasiones se han evidenciado en las últimas décadas.

Con cada una de las crisis, el sistema financiero internacional ha tratado de renovar su arquitectura y dinámica de funcionamiento:

- Tras el Efecto Tequila, en las reuniones del G-7, Halifax-Lyon, se insistió en la necesidad de fortalecer al FMI y dotarlo de nuevos mecanismos. Surgen así: los Mecanismos de Emergencia Financiera (Emergency Financing Mechanism, EFM), los Acuerdos Generales de Préstamos (General Arrangements to Borrow, GAB), el Estándar Especial para la Diseminación de Información (Special Data Dissemination Standard, SDDS) y uno más general (General Data Dissemination Standard, GDDS) y nuevos Acuerdos de Préstamos (New Arrangements to Borrow, NAB).
- En Denver-Birmingham, se revisa el efecto Dragón y surgen: las Facilidades Suplementarias de Reservas (Supplemental Reserve Facility, SRF) para apoyar a los países con abrupta caída de confianza y presión en sus reservas y se discute la condicionalidad del FMI y su poca ayuda en períodos de crisis.
- Tras el efecto Vodka, en Koln-Okinawa, se desarrollan las Líneas de Crédito Contingentes (Contingent Credit Line, CCL) para ayudar a países en contagio.
- La Reunión del G-7 en Génova (2001) discutió el rol de la banca de desarrollo y la efectividad de la participación de la banca extranjera en el fortalecimiento de los sistemas bancarios de los países emergentes. Asimismo, destacó la necesidad de involucrar más al sector privado en la resolución de crisis de deuda, la cual aún descansa en la cooperación voluntaria y por ende es muy limitada.
- Finalmente las normas de Basilea I y Basilea II tratan de dar respuesta a los niveles de riesgo financiero y ofrecen variadas alternativas para tratar de cuantificarlo y evidenciarlo.

Pero a pesar de las transformaciones realizadas las críticas persisten y son diversas las alternativas que han sido propuestas y los mecanismos concebidos para el logro de un sistema que propenda a la estabilización global:

MÁS Y MÁS FUERTES INSTITUCIONES

- Fortalecer financieramente las instituciones existentes, como el FMI, afinando los mecanismos de alarma temprana
- Creación de instituciones financieras globales que actúen como prestamista en última instancia, como seguro de depósitos con carácter internacional e incluso la creación de una Autoridad Financiera Mundial cuyo rol fundamental sería la regulación del riesgo sistémico junto con la coordinación de acciones nacionales para evitar el abuso y el crimen financiero y asegurando la eficiencia del mercado financiero.

MAYOR CONTROL

- Establecimiento de impuesto a los movimientos de capital para reducir los flujos a corto plazo.
- Establecimiento de impuestos contracíclicos a las inversiones financieras discriminando la tasa por el instrumento transado

MAYOR COORDINACIÓN

- destacan la importancia de la coordinación internacional de políticas (McKinnon 1974, Brandt 1979, Tobin 1984)

OTROS

- Estructurar zonas cambiarias específicas
- Crear un numerario de carácter internacional
- Creación de Activos de Reserva internacional que desvíen los flujos de inversión de la especulación a la producción.

Ninguna de las propuestas atiende a la totalidad del problema, ninguna logra el consenso: nuevas formas, nuevos actores, nuevos vínculos, han de ser considerados en el diseño institucional que estructure la dinámica del complejo mundo financiero, muy posiblemente no para controlarlo, ni siquiera para ordenarlo, sino para aprender a *surfear en sus olas*.

Como colofón

En estos momentos es incuantificable el impacto de la última crisis financiera, tampoco es predecible el tiempo que durará, lo que sí es seguro es que si no se toman un serie de medidas que permitan combinar el dinámico desarrollo del mercado financiero con un diseño institucional acorde a las nuevas realidades, que evidencie claramente los niveles de riesgo en los que incurren los inversionistas, las crisis continuarán y posiblemente el sistema como lo conocemos implosionará producto de su admirable crecimiento.

s.l.c.- 05.10.08

saryle@yahoo.com