

La crisis y qué hacer con ella

George Soros

Tomado de <http://www.georgesoros.com/articlesandessays>. Traducción de Luis C.A. Gutiérrez Negrín

(Nota del traductor: George Soros es presidente del Soros Fund Management, LLC y fundador del Open Society Institute. Húngaro de nacimiento y graduado de la afamada London School of Economics, acumuló una gran fortuna mediante la firma de asesoría en inversiones que fundó y dirige. También es un conocido filántropo y autor de nueve libros incluyendo el más reciente: “El Nuevo Paradigma de los Mercados Financieros: La Crisis Crediticia de 2008 y lo que Significa”, y de artículos y ensayos que aparecen en diversas publicaciones en todo el mundo. En este artículo ofrece una explicación plausible de la crisis actual, dirigida a los no especialistas en finanzas, aunque sin duda son debatibles algunas de las medidas que propone para salir de ella y evitar que se repita.)

1.

La característica sobresaliente de la actual crisis financiera es que no fue provocada por alguna causa externa, como un aumento del precio del petróleo por parte de la OPEP o el incumplimiento de algún país o institución financiera en particular. El propio sistema financiero generó esta crisis. Este hecho —que el defecto fue inherente al sistema— contradice la teoría prevaleciente de que los mercados financieros tienden hacia el equilibrio y que los desequilibrios ocurren de manera casual o que son ocasionados por algún evento súbito externo al cual los mercados tienen dificultad para ajustarse. La severidad y amplitud de la crisis ofrece evidencias convincentes de que hay algo fundamentalmente erróneo en esa teoría predominante y con el enfoque de regulación de mercado que se desprende de ella. Para comprender lo que ha pasado y lo que debe hacerse para evitar otra crisis catastrófica en el futuro, se requiere una nueva manera de pensar sobre el funcionamiento de los mercados.

Considérese cómo evolucionó la crisis en los pasados dieciocho meses. Su causa más inmediata se encuentra en la burbuja de la vivienda o más exactamente en los excesos del mercado secundario (sub-prime) de hipotecas. Mientras más duraba el incremento en dos dígitos en los precios de la vivienda, más laxas se volvieron las políticas crediticias. Al final, la gente podía obtener una hipoteca hasta del 100 por ciento del precio inflado de su casa sin ninguna garantía. Los enterados se referían al mercado secundario de hipotecas como hipotecas ninja: no se pedían comprobantes de ingresos, ni de trabajo, ni se hacían más preguntas.

Los excesos se hicieron evidentes después de que los precios de la vivienda alcanzaron su apogeo en 2006 y los prestamistas de hipotecas secundarias empezaron a declararse en bancarrota por marzo de 2007. Los problemas alcanzaron proporciones críticas en agosto de 2007. La Reserva Federal y otras autoridades financieras (de EUA) pensaban que la crisis de las hipotecas secundarias era un fenómeno aislado que podría ocasionar pérdidas del orden de unos 100 mil millones (de dólares). Pero la crisis se extendió con rapidez asombrosa a otros mercados. Algunos fondos de cobertura (*hedge funds*) altamente apalancados colapsaron y algunas instituciones financieras poco reguladas, principalmente el mayor emisor de hipotecas en Estados Unidos, Countrywide Financial, debieron ser adquiridos por otras instituciones para sobrevivir.

La confianza en la capacidad crediticia de muchas instituciones financieras se tambaleó y el crédito interbancario se perturbó. En rápida sucesión, una variedad de mercados de crédito esotéricos —que iba de las obligaciones colaterales de crédito (CDO: *collateralized debt obligations*) a bonos municipales con tasas por subasta— quebraron uno tras otro. Después de episodios de relativa calma y recuperación parcial, los episodios de crisis retornaron en enero de 2008, precipitados por prácticas comerciales desleales en la Société Générale; en marzo, asociados con la caída de Bear Stearns; y después en julio, con el IndyMac Bank, el

mayor banco de ahorro en el área de Los Ángeles, fue intervenido, convirtiéndose en la cuarta mayor quiebra bancaria en la historia de Estados Unidos. La caída más estrepitosa vino en septiembre, causada por la desordenada bancarrota de Lehman Brothers en la cual los tenedores de papel comercial —por ejemplo, notas quirografiarias a corto plazo— emitido por Lehman perdieron su dinero.

Entonces ocurrió lo inconcebible: el sistema financiero realmente se fundió. Un gran fondo de mercado de dinero que había invertido en papel comercial emitido por Lehman Brothers “rompió el piso”, es decir, el valor de sus activos cayó por debajo de la cantidad de dólares depositados, rompiendo la promesa implícita



de que los depósitos en tales fondos eran completamente seguros y con liquidez. Esto inició una estampida en los fondos de mercado de dinero, quienes dejaron de comprar papel comercial. Puesto que estos fondos eran los mayores compradores, el mercado de papel comercial dejó de funcionar. Los emisores de papel comercial se vieron obligados a recurrir a sus líneas de crédito, saturando el crédito interbancario. Los *spreads* de crédito —es decir, la tasa premium de riesgo (*premium risk*) sobre y por encima de la tasa de interés sin riesgo— se ampliaron a niveles sin precedente y eventualmente el mercado de valores también fue abrumado por el pánico. Todo esto ocurrió en el plazo de una semana.

Con el sistema financiero en infarto cardíaco, resucitarlo fue prioritario sobre cualquier consideración de riesgo moral —es decir, el peligro de que rescatar a una institución financiera en problemas podría recompensar y promover un comportamiento irresponsable en el futuro—, y las autoridades inyectaron cantidades de dinero aun mayores. El balance de la Reserva Federal (de EUA) subió de 800 mil millones a 1.8 billones (de dólares) en un par de semanas. Como si esto no fuera suficiente, las autoridades financieras americanas y europeas se comprometieron a no permitir que ninguna otra institución financiera mayor quebrara.

Estas medidas sin precedentes han empezado a tener efectos: el crédito interbancario ha vuelto y la tasa LIBOR (London Interbank Offered Rate) ha mejorado. La crisis financiera ha mostrado señales de reducción. Pero garantizar que los bancos del centro del sistema financiero global no quiebren ha precipitado una nueva crisis que tomó por sorpresa a las autoridades: los países de la periferia, sea en Europa Oriental, Asia o América Latina, podrían no ofrecer garantías igualmente confiables, y el capital financiero empezó a emigrar de la periferia al centro. Todas las monedas cayeron frente al dólar y al yen, algunas de ellas precipitadamente. Los precios de las mercancías de consumo (*commodities*) se desplomaron y las tasas de interés en los mercados emergentes se dispararon. Lo mismo las tasas premium de los seguros contra la falta de pago de créditos. Los fondos de cobertura y otros inversionistas apalancados sufrieron pérdidas enormes, precipitando ajustes de margen (*margin calls*) y ventas forzosas que también han alcanzado los mercados del centro.

Desafortunadamente las autoridades siempre van retrasadas con relación a los problemas. El Fondo Monetario Internacional está estableciendo un nuevo organismo de crédito que permita a países periféricos en buenas condiciones financieras conseguir préstamos sin condiciones hasta por cinco veces su cuota anual, pero ya es un poco demasiado tarde. Se requiere una canasta de dinero mucho mayor para reasegurar los mercados. Y si se salva a los países periféricos mejor posicionados, ¿qué va a pasar con los de abajo? La batalla por salvar al sistema financiero internacional aún se está librando. Incluso si se gana, los

consumidores, los inversionistas y los negocios están pasando por una experiencia traumática cuyo impacto total sobre la actividad económica global aun está por resentirse. Ahora es inevitable una profunda recesión, y no puede descartarse la posibilidad de una depresión. Cuando a principios de 2008 predije que enfrentábamos la peor crisis financiera desde 1930, no anticipé que las condiciones se iban a deteriorar tanto.

2.

Esta notable secuencia de eventos se puede comprender sólo si abandonamos la teoría dominante del comportamiento del mercado. Como una manera de explicar los mercados financieros, propuse un paradigma alternativo que difiere del actual en dos aspectos. Primero, los mercados financieros no reflejan las condiciones prevalecientes de manera precisa, porque ofrecen una imagen que siempre está sesgada o distorsionada de una u otra forma. Segundo, los puntos de vista distorsionados de los participantes del mercado, expresados en los precios del mercado, bajo ciertas circunstancias pueden afectar los llamados fundamentos que los precios del mercado supuestamente reflejan. Denomino reflexividad a esta conexión circular bidireccional entre los precios del mercado y la realidad subyacente.

Tal conexión circular está presente todo el tiempo, pero sólo ocasionalmente, y bajo circunstancias especiales, provoca crisis financieras. Usualmente los mercados corrigen sus propios errores, pero a veces hay una falsa concepción o interpretación que encuentra la manera de reforzar una tendencia que ya está ocurriendo en la realidad y que, al hacerlo, se refuerza a sí misma. Tales procesos de auto-reforzamiento pueden llevar a los mercados a terrenos lejos del equilibrio. A menos que algo ocurra pronto para abortar la interacción reflexiva, esta puede persistir hasta que el falso concepto se vuelve tan deslumbrante que debe ser reconocido como tal. Cuando eso ocurre la tendencia se vuelve insostenible y al ser revertida el proceso de auto-reforzamiento empieza a actuar en la dirección opuesta, ocasionando un abrupto movimiento de descenso.

La secuencia típica de ascenso (boom) y explosión tiene forma asimétrica. El boom se desarrolla lentamente y se acelera gradualmente. La explosión, cuando ocurre, tiende a ser corta y abrupta. La asimetría se debe al rol que juega el crédito. Conforme se elevan los precios, un mismo colateral puede soportar una mayor cantidad de crédito. El aumento de precios también tiende a generar optimismo y a promover un mayor uso de préstamos apalancados con propósitos de inversión. En el apogeo del boom tanto el valor del colateral como el grado de apalancamiento alcanzan su máximo. Cuando se revierte la tendencia del precio los participantes son vulnerables a los ajustes de margen y, como se vio en 2008, la liquidación forzosa de colaterales conduce a una catastrófica aceleración cuesta abajo.

Las burbujas tienen por tanto dos componentes: una tendencia que prevalece en la realidad y una concepción falsa relacionada con esa tendencia. El ejemplo más simple y común se encuentra en los bienes raíces. La tendencia consiste en una disposición creciente a prestar y un aumento en los precios. La concepción falsa es que el valor de los inmuebles es independiente de la disponibilidad de crédito. Esta falsa concepción provoca que los banqueros relajen sus condiciones de crédito conforme se elevan los precios y disminuye el incumplimiento en el pago de hipotecas. Así es como nacen las burbujas de bienes raíces, incluyendo la reciente burbuja de vivienda. Es notable cómo esta falsa concepción sigue reapareciendo a pesar de una larga historia de explosiones de burbujas de bienes raíces.

Las burbujas no son las únicas expresiones de la reflexividad en los mercados financieros, pero son las más espectaculares. Las burbujas siempre implican expansión y contracción del crédito y tienden a tener consecuencias catastróficas. Como los mercados financieros son propensos a producir burbujas y estas a causar problemas, los mercados financieros han venido a ser regulados por autoridades financieras. En Estados Unidos tales autoridades incluyen a la Reserva Federal, al Tesoro, a la Comisión de Valores y Cambio y muchas otras agencias.

Es importante reconocer que los reguladores basan sus decisiones en una visión distorsionada de la realidad de igual manera que los participantes del mercado, y tal vez más aun porque los reguladores no sólo son humanos sino también burócratas y sujetos a influencias políticas. Así la relación entre los reguladores y los participantes del mercado también tiene un carácter reflexivo. En contraste con las burbujas, que ocurren con poca frecuencia, el juego del gato y el ratón entre los reguladores y los mercados es continuo. En consecuencia, la reflexividad ocurre todo el tiempo y es un error ignorar su influencia. Pero esto es exactamente lo que la teoría dominante en los mercados financieros ha hecho, y por eso ese error es el responsable final de la severidad de la crisis actual.

3.

En mi libro “El Nuevo Paradigma de los Mercados Financieros” argumento que la crisis actual es diferente de las diversas crisis financieras precedentes. Esto lo fundamento en la hipótesis de que la explosión de la burbuja de la vivienda en Estados Unidos actuó como detonador de una “súper-burbuja” mucho mayor que se había venido desarrollando desde los años ochenta. La tendencia subyacente en la súper-burbuja fue el siempre creciente uso del crédito y del apalancamiento. El crédito, sea a consumidores, especuladores o bancos, ha estado creciendo a un ritmo mucho más rápido que el PIB desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Pero el ritmo de crecimiento se aceleró y se convirtió en una burbuja cuando fue reforzado por la concepción falsa que se volvió dominante cuando Ronald Reagan era presidente y Margaret Thatcher primera ministra del Reino Unido.

La falsa concepción se derivó de la teoría dominante en los mercados financieros que, como mencioné antes, consiste en que estos mercados tienden hacia el equilibrio y que las desviaciones son al azar y pueden atribuirse a causas externas. Esta teoría se ha empleado para justificar la creencia de que la búsqueda del interés propio debe ser irrestricta y de que los mercados no deben ser regulados. Yo digo que eso es fundamentalismo de mercado y sostengo que se basa en una lógica falsa. No porque la regulación y otras formas de intervención gubernamental hayan resultado fallidas los mercados son perfectos.

Aunque el fundamentalismo mercantil se basa en premisas falsas, ha servido muy bien a los intereses de los dueños y administradores del capital financiero. La globalización de los mercados financieros permitió al capital financiero moverse libremente y dificultó a los estados individuales sujetarlo a impuestos o regularlo. La desregulación de las transacciones financieras también sirvió a los intereses de los administradores del capital financiero, y la libertad de innovación mejoró la rentabilidad de las empresas financieras. La industria financiera creció hasta un punto en que llegó a representar el 25 por ciento de la capitalización del mercado bursátil en Estados Unidos y un porcentaje incluso más alto en algunos otros países.

Puesto que el fundamentalismo de mercado se basa en presunciones falsas, su adopción en los ochenta como el principio conductor de la política económica estaba destinada a tener consecuencias negativas. Y en efecto hemos experimentado una serie de crisis financieras desde entonces, pero las consecuencias adversas las sufrieron principalmente países de la periferia del sistema financiero global y no los del centro. El sistema está controlado por los países desarrollados, especialmente Estados Unidos, que tienen derecho de veto en el Fondo Monetario Internacional.



Siempre que una crisis amenazó la prosperidad de Estados Unidos –como por ejemplo la crisis de ahorros y préstamos de finales de los ochenta, o el colapso del fondo de cobertura Long Term Capital Management en 1998— las autoridades intervinieron, encontrando maneras de que las instituciones en bancarrota se fusionaran con otras y ofreciendo estímulos fiscales y monetarios cuando la marcha de la actividad económica se veía en peligro. De esta manera las crisis periódicas sirvieron, en efecto, como pruebas exitosas que reforzaron tanto la tendencia subyacente de una expansión de créditos aun mayor, como la falsa concepción de que los mercados financieros debían ser dejados bajo sus propios controles.

Desde luego, fue la intervención de las autoridades financieras lo que logró superar esas pruebas, y no la habilidad de los mercados financieros para corregir sus propios excesos. Pero resultaba conveniente para los inversionistas y los gobiernos engañarse a sí mismos. La relativa seguridad y estabilidad de Estados Unidos comparada con los países periféricos le permitió succionar los ahorros del resto del mundo y sobrellevar un déficit de cuenta corriente que llegó a casi el 7 por ciento del PNB en su apogeo en el primer trimestre de 2006. Eventualmente, incluso la Reserva Federal y otros reguladores sucumbieron a la ideología del fundamentalismo mercantil y abdicaron de su responsabilidad regulatoria. Deberían haber tenido más sabiduría puesto que fueron sus actos los que llevaron a la economía norteamericana a un estancamiento atípico. En particular, Alan Greenspan pensó que dar total libertad en el uso innovaciones financieras como los derivados traería beneficios tan grandes, que tener que corregir los ocasionales contratiempos financieros era un precio pequeño a pagar. Y su análisis de costo-beneficio de sus políticas permisivas no estuvo totalmente equivocado mientras duró la súper-burbuja. Sólo hasta ahora se vio obligado a reconocer que había algo erróneo en su argumento.

La ingeniería financiera implicó la creación de instrumentos progresivamente sofisticados, o derivados, para apalancar el crédito y “administrar” el riesgo a fin de aumentar la ganancia potencial. Se generó una sopa de letras de instrumentos financieros sintéticos: CDOs, CDO cuadrados, CDSs, ABXs, CMBXs, etc. Esta ingeniería llegó a tal complejidad que los reguladores ya no pudieron calcular los riesgos y tuvieron que confiar en los modelos de administración de riesgo de las propias instituciones financieras. Las compañías calificadoras siguieron un patrón similar al calificar los instrumentos financieros sintéticos, obteniendo considerables ganancias adicionales de su proliferación. Los instrumentos financieros esotéricos y las técnicas de administración de riesgo se basaron en la falsa premisa de que, en el comportamiento del mercado, las desviaciones de la media ocurrían al azar. Pero el creciente uso de la ingeniería financiera puso en marcha un proceso de boom y explosión. Así eventualmente surgió el embrollo. Al principio, las crisis financieras ocasionales sirvieron como pruebas exitosas. Pero la crisis de las hipotecas secundarias (sub-prime) jugó un rol diferente: fue la culminación o punto de inflexión de la súper-burbuja.

Debe enfatizarse que esta interpretación de la situación actual no se desprende necesariamente de mi modelo de boom y explosión. Si las autoridades financieras hubieran tenido éxito en contener la crisis de las hipotecas secundarias –como pensaron en su momento que podrían hacer— esto podría haberse visto sólo como otra prueba exitosa en lugar del punto de inflexión. Yo he advertido tres veces que venía el lobo: primero con “La Alquimia de las Finanzas” en 1987, después con “La Crisis del Capitalismo Global” en 1998, y ahora. Sólo ahora llegó el lobo de veras.

Mi interpretación de los mercados financieros con base la reflexividad puede explicar las cosas mejor de lo que puede predecirlas. Es menos ambiciosa que la teoría anterior. No pretende determinar el porvenir como lo hace la teoría del equilibrio. Puede indicar que un boom debe llevar eventualmente a una explosión, pero no puede determinar ni la extensión ni la duración del boom. De hecho, quienes nos dimos cuenta de que había una burbuja de viviendas esperábamos que reventara mucho antes. De haber ocurrido así, el daño habría sido mucho menor y la súper-burbuja podría haber permanecido intacta. La mayor parte de los daños

fue a causa de los valores relacionados con hipotecas emitidos en los últimos dos años del boom de la vivienda.

El hecho de que el nuevo paradigma no pretenda predecir el futuro explica por qué no había avanzado hasta ahora, pero a la luz de las experiencias recientes no puede seguir siendo ignorado. Debemos aceptar el hecho de que la reflexividad introduce un elemento de incertidumbre en los mercados financieros que la teoría previa no tomaba en cuenta. Esa teoría se utilizó para establecer modelos matemáticos para calcular riesgos y convertir arreglos de hipotecas secundarias en títulos intercambiables así como otros tipos de deuda. Por definición, la incertidumbre no puede cuantificarse. La confianza excesiva en esos modelos matemáticos provocó un daño incalculable.

4.

El nuevo paradigma tiene implicaciones de largo alcance para la regulación de los mercados financieros. Como estos son proclives a crear burbujas de activos, reguladores como la Fed (la Reserva Federal de EUA), el Tesoro (de EUA) y la SEC (Comisión de Valores y Cambios de EUA) deben aceptar su responsabilidad para evitar que las burbujas crezcan demasiado. Hasta ahora, las autoridades financieras han rechazado explícitamente tal responsabilidad.

Es imposible evitar que se formen burbujas, pero debería ser posible mantenerlas dentro de límites tolerables. Esto no puede lograrse sólo controlando la emisión de dinero. Los reguladores también deben tomar en cuenta las condiciones del crédito, ya que la moneda y el crédito no se mueven al unísono. Los mercados tiene modas y sesgos y los reguladores han fallado en contrabalancearlos. Esto requiere utilizar el juicio, y como los reguladores también son humanos son propensos a cometer errores. Sin embargo, tienen la ventaja de tener retroalimentación del mercado, lo que debería permitirles corregir sus errores. Si estrechar el margen y ampliar los requerimientos mínimos de capital no reduce una burbuja, pueden hacerlos aun más estrictos. Pero el proceso no es a prueba de tontos porque los mercados también se equivocan. La búsqueda del equilibrio óptimo es un proceso continuo de prueba y error.

El juego del gato y el ratón entre reguladores y participantes del mercado ya existe, pero todavía no se reconoce su verdadera naturaleza. Alan Greenspan fue un pasado maestro de la manipulación con sus declaraciones delficas, pero en lugar de reconocer lo que realmente hacía, siempre pretendió ser un mero observador pasivo. La reflexividad permaneció como un secreto de estado. Esa es la causa de que la súper-burbuja se hubiese desarrollado tanto en esta administración (la de George Bush).



Ya que el dinero y el crédito no se mueven al unísono y que las burbujas de activos no pueden controlarse solamente por medios monetarios, deben utilizarse herramientas adicionales, o reactivadas de manera más precisa, tal como se hizo en los cincuenta y sesenta. Me refiero a requerimientos de margen variable y a requisitos mínimos de capital, diseñados para controlar la cantidad de apalancamiento que pueden emplear los participantes del mercado. Los bancos centrales incluso emitían instructivos a los bancos sobre la manera de otorgar créditos a sectores específicos de la economía. Estas instrucciones son preferibles a los instrumentos ciegos de política monetaria para combatir la “exuberancia irracional” en sectores particulares, tales

como el de tecnologías de la información o bienes raíces.

La ingeniería financiera sofisticada del tipo que he mencionado puede volver extremadamente difícil si no imposible el cálculo del margen y de los requisitos de capital. Para activar tales requisitos, la ingeniería financiera también debe ser regulada y cualquier nuevo producto debe ser registrado y aprobado por las autoridades apropiadas antes de utilizarse. Esta regulación tendría que ser una de las principales prioridades de la administración de Obama. Es de lo más necesario porque la ingeniería financiera está dirigida precisamente a darle la vuelta a las regulaciones.

Tómese por ejemplo los intercambios de crédito por incumplimiento (CDS o *Credit Default Swaps*), instrumentos diseñados para asegurarse contra la posibilidad de incumplimiento de pago de bonos y otras formas de deuda, y cuyo precio se basa en el riesgo que se percibe de que ocurra tal posibilidad. Estos instrumentos crecieron desproporcionadamente porque requerían mucho menos capital que adquirir o mercadear los bonos subyacentes. Eventualmente crecieron a más de 50 billones (*trillion*) (de dólares) en valor nominal, lo que resulta ser muchas veces el valor de los bonos originales y cinco veces el valor de la deuda norteamericana total. Pero el mercado de CDS ha seguido completamente desregulado. La compañía de seguros AIG perdió una fortuna vendiendo CDS como un tipo de seguro y debió ser afianzada, lo que le costó al Tesoro (de EUA) 126 mil millones (de dólares) hasta el momento. Aunque el mercado de CDS podría eventualmente salvarse de la debacle que ha ocurrido en muchos otros mercados, la mera existencia de un mercado no regulado de este tamaño ha sido un factor principal de aumento del riesgo en todo el sistema financiero.

Como los modelos de administración de riesgo utilizados hasta ahora ignoraron la incertidumbre propia de la reflexividad, los límites al crédito y al apalancamiento tendrán que ser sustancialmente menores de lo que han sido en el pasado reciente. Esto implica que las instituciones financieras en su conjunto serán menos rentables de lo que han sido durante la súper-burbuja y que algunos modelos de negocio que dependían de un apalancamiento excesivo dejarán de ser rentables. La industria financiera ya ha caído desde un 25 por ciento de la capitalización total del mercado a un 16 por ciento. Es poco probable que vuelva a recuperar un porcentaje similar o siquiera cercano; al contrario, es probable que termine bajando más. Esto podría considerarse como un ajuste saludable, pero ciertamente no por quienes están perdiendo sus empleos.

A la vista de las tremendas pérdidas sufridas por el público en general, hay un peligro real de que a la excesiva desregulación le siga una re-regulación punitiva. Eso sería desafortunado porque las regulaciones son capaces de ser más deficientes que los mecanismos del mercado. Como he sugerido, los reguladores no sólo son humanos sino también burócratas y susceptibles al cabildeo y la corrupción. Es de esperar que las reformas delineadas aquí prevengan una masacre regulatoria.

6 de noviembre de 2008.