

¿Cómo se infló esta burbuja?

Luciano Tomassini

Abogado y cientista político,
Instituto de Estudios Internacionales U. de Chile

Una explicación socio-cultural de la crisis financiera se relaciona con el desarrollo de una fase hedonista y con un profundo cambio de los valores derivados del espíritu protestante, basados en la austeridad y el trabajo duro que sustentó la pujanza de la sociedad estadounidense.

Un filósofo molinero del siglo XVI, que cien años antes que Descartes ponía en duda la existencia de la realidad, dejó un escrito publicado en este siglo por Carlo Ginzburg, titulado *El queso y los gusanos*. Su duda se resume en su pregunta: ¿qué pasa con el queso cuando los gusanos se lo han comido todo y solo quedan sus hoyos? Esta es una interrogante que hoy en día vale para la relación existente entre la economía y la burbuja financiera en que ella ha estado basada.

Hasta este año, las fallas del capitalismo no se habían vuelto a poner de manifiesto con la fuerza de la crisis mundial de 1929. La impresión de los expertos y la gente se ha inclinado a verla no solo como una situación financiera sino como el detonante de una posible depresión económica. “Las tendencias recientes están acercando al desastre al sistema financiero y al borde de la recesión a los países ricos”, editorializaba *The Economist* en la semana del 4 al 10 de octubre de 2008. La crisis se ha expandido desde los Estados Unidos a Europa y al resto del mundo. Y también hacia la economía real. Entre los grandes problemas que ocupan hoy la atención global, la coyuntura financiera mantiene el primer lugar de la agenda internacional.

Hacia los años '70, la atención mundial se centraba en la amenaza de la *Guerra fría*, en la revolución tecnológica que se estaba desarrollando en los países industriales, en las múltiples consecuencias que tendría su transformación productiva y en su inquietante contrapartida, la existencia de límites físicos al



crecimiento económico, anunciada por el Club de Roma en 1972, con cierta anterioridad a la crisis del petróleo. Solo 30 años después, la preocupación se desplazó hacia la fragilidad que hoy presenta la infraestructura financiera del crecimiento económico. Esto permite pensar que, conforme el mercado fue cobrando centralidad, la economía se fue basando cada vez más en una *burbuja financiera*.

CAUSAS DILATADAS Y PROFUNDAS

Pese a su apariencia reciente, las causas de la actual crisis son más dilatadas y profundas que las que pueden señalarse como factores evidentes de las actuales turbulencias. Ellas responden a tendencias sociales y culturales de más larga duración. Durante los últimos decenios, los Estados Unidos, que financiaron la reconstrucción de Europa y del Sudeste de Asia tras la Segunda Guerra Mundial, comenzaron a experimentar fisuras en su sistema financiero, principalmente como consecuencia de un prolongado período de extraordinario crecimiento económico y de un excesivo gasto realizado por los prósperos ciudadanos norteamericanos, cuyos componentes más importantes fueron financiados con créditos, en particular para viviendas. La crisis se originó en las dificultades que los deudores fueron teniendo para enfrentar esas deudas y en la consiguiente pérdida del valor de sus garantías hipotecarias y de una serie de documentos que sus tenedores originales emitieron para transferir esos valores a otros bancos y a toda una variedad de entidades financieras, muchas de las cuales se crearon por motivos de especulación. Los documentos “derivados” tenían por objeto hacer posible que estos últimos lograran en el mercado el valor que ellos representaban nominalmente. Sin embargo, el sobreendeudamiento privado hizo que esa cadena de instrumentos fuera perdiendo gradualmente su valor. Estos documentos “tóxicos” se transfirieron muchas veces, infestando las carteras de una verdadera cadena de intermediarios financieros. El endeudamiento se sumó al extraordinario aumento que experimentó el presupuesto público para financiar la guerra en Irak.

Lo que ocurre en el sistema financiero, especialmente en el de un país como los Estados Unidos, tiene un gran efecto transversal. Los consumidores norteamericanos gastan US\$ 9 billones al año, cifra comparada con US\$ 1 billón que corresponde al gasto de los chinos. El mercado estadounidense es vital para la totalidad de los países, especialmente para las potencias emergentes, y una recesión interna, por ejemplo, afectaría gravemente las exportaciones chinas. En los últimos años China ha importado montos crecientes de componentes de otras naciones del Asia Oriental para ensamblarlos en casa y reexportarlos, principalmente al mercado norteamericano. Por lo demás, los Estados Unidos representan el 25 % del PIB mundial y un porcentaje aún mayor de las transacciones financieras internacionales, por lo que el problema también desborda el ámbito puramente nacional: una recesión allí tendría un efecto en cadena en toda aquella región, para no mencionar siquiera el área latinoamericana.

El debilitamiento que al principio experimentó el *dólar*

La corrupción del sistema se originó en su permisividad y en su creciente sesgo especulativo.

estadounidense en contra de otras monedas, como el *euro* o el *yen*, hizo más competitivo a ese país, permitiendo a sus socios comerciales comprar en él con menos dinero mientras que los productos importados se iban encareciendo en los supermercados a que acuden los norteamericanos. Así, a una banca más temerosa frente al otorgamiento de créditos se sumó la incertidumbre experimentada por las bolsas de valores, por los fondos financieros, los grandes bancos internacionales, por las instituciones de inversión y las empresas de seguros. Ese pernicioso efecto se extendió a los *hedge funds* y a los “bancos en la sombra”, un conjunto de entidades que obtienen dinero a corto plazo para prestarlo o invertirlo en proyectos de más larga duración y que, por lo tanto, enfrentan un riesgo mucho mayor que el que tenían en el pasado debido a la desvalorización que han experimentado sus activos. Este ha sido siempre el negocio de los bancos. Pero actualmente ha pasado a serlo también de toda una cadena de intermediarios de las finanzas cuyos activos se han depreciado y son invendibles, de modo que no están en condiciones de garantizar el pago de las deudas que contraigan. Como todos los intermediarios financieros utilizan en el mercado esos instrumentos, estos van perdiendo cada vez más su valor. Hasta ahora los bancos norteamericanos estaban prestando 96 centavos por cada *dólar* de depósitos, y los europeos, 1.40 por cada *euro*. Para atender la demanda por crédito, ambos pedían prestado en el mercado de inversiones, hoy muy reticente a esas operaciones. En un ambiente como el que se ha vivido en la coyuntura de estas semanas, los bancos han debido restringir el crédito y las grandes empresas productivas —cuyos préstamos e inversiones financieras se verán fuertemente reducidos— tendrán crecientes dificultades para invertir, contratar e incluso para producir, con un freno adicional que es la sobreoferta existente en viviendas, automóviles y otros bienes de consumo durables. Hasta ahora, las grandes compañías no solo obtenían dinero de los bancos sino también de mercados en los cuales vendían instrumentos comerciales emitidos por ellos. Hoy en día esas opciones también se han cerrado. Tales empresas habían llegado a vivir del crédito en una medida que jamás se había pensado. Así, por ejemplo, Duke Energy, una de las compañías eléctricas de los Estados Unidos, recientemente obtuvo mil millones de dólares en esos mercados, que hoy están exigiendo el reembolso de esos recursos, obligándola a dirigirse a los ya deteriorados bancos.

En este ambiente, asimismo, la política monetaria se vuelve menos influyente y es necesario recurrir a decisiones excepcionales o extremas, que no pueden repetirse. Con los bancos, fondos financieros y Wall Street en pánico, esas medidas se iniciaron con la crisis del Bear Stearns, un banco de inversiones prácticamente centenario. Aquello fue seguido por una intervención inicial del Federal Reserve en los mercados que alcanzó una escala desconocida desde la crisis de los años 30 y que llegó incluso a



La generación que fue a la universidad o a hacer un MBA en la posguerra —los *yuppies*— tomó el comando de las grandes empresas productivas, financieras y aseguradoras, y fueron responsables de la peligrosa tendencia a embarcarse en actividades especulativas y aumentar el riesgo de sus operaciones.

la intervención de los dos mayores tenedores de garantías hipotecarias, las empresas Fanny May y Freddie Mac, que habían adquirido más de los dos tercios de esos instrumentos. Como en la imagen del dominó, en el curso de unos pocos días, después de un fin de semana angustioso marcado por toda clase de negociaciones, Merrill Lynch logró ser comprado por el Bank of America mientras se anunciaba la inminente quiebra de Lehman Brothers, la emblemática firma de inversiones que operaba hacía 150 años, en tanto que AIG —el gigante norteamericano de seguros— lograba ser recuperada a un altísimo costo mediante una intervención pública. Las intervenciones iniciales —caso por caso— del Federal Reserve y del Departamento del Tesoro significaron un programa de salvataje del sistema financiero con un monto estimado de US\$ 700 mil millones, objeto de serias reservas por parte del Congreso. Entretanto, la difusión de la crisis hizo tomar drásticas medidas a las naciones europeas, que alcanzaron con rapidez una coordinación sin precedentes en esta materia.

La única luz en medio de esta crisis proviene de que hasta ahora se la ha podido enfrentar con mejores instrumentos que aquellos con que se contaba en la Gran Recesión de 1929.

MIRANDO MÁS LEJOS

Mirando más lejos, el estallido de esta burbuja financiera y la propia formación de la misma, se remonta a causas y períodos

más prolongados y profundos que aquel en que tuvo lugar la desvalorización de las garantías hipotecarias en los EE.UU. Existe una explicación socio-cultural. Simplificando considerablemente la cadena que condujo hasta esta crisis, debería mencionarse, en primer lugar, el desarrollo durante la última posguerra de una fase hedonista en la sociedad capitalista de los EE.UU. y el profundo cambio de valores que reemplazó los provenientes —de acuerdo con Max Weber— del espíritu protestante heredado por aquella, basados en la austeridad y en el *hard work* que sustentó el auge del capitalismo, en general, y la pujanza norteamericana, en particular. Este estilo hedonista y consumista habría sido inducido por los extraordinarios márgenes de seguridad internacional y de prosperidad interna generados durante la posguerra, cuyos usufructuarios serían los representantes del *baby boom* que acompañó al proceso.

En segundo lugar, este cambio cultural se debió también a que el extraordinario incremento del ingreso y del gasto privado entre el público estadounidense se tradujo, paradójicamente, en un creciente costo y en un progresivo deterioro de los sistemas de protección social (como el de salud) y de los fondos de retiro de los que depende el bienestar de significativos sectores. Junto con ello, se produjo un enorme gasto familiar en educación y en bienes de consumo durables financiados por créditos.

Tercero, la tendencia de las grandes empresas productivas, financieras y aseguradoras de los EE.UU. a embarcarse en actividades especulativas y aumentar el riesgo de sus operaciones,

con el consiguiente debilitamiento de su sistema financiero, se originó también en el marco de este cambio de valores. La generación que fue a la universidad o a hacer un MBA en la posguerra —los *yuppies*— tomó el comando de aquellas empresas y fue responsable de la tendencia mencionada. Esto condujo, en los últimos decenios, a crear un extraordinario clima de permisibilidad en los negocios (expresado en las escandalosas remuneraciones de los altos ejecutivos de las grandes empresas), a mantener un sistema de supervisión cada vez más inadecuado y a forjar lazos de complicidad inaceptables entre las grandes compañías productoras, los mercados financieros, los calificadores de riesgo y las más importantes firmas auditoras y aseguradoras. La creciente permisividad de las autoridades pavimentó el camino para aumentar el riesgo de los créditos y desvalorizar sus garantías.

DUDAS SOBRE EL SALVATAJE

Con todo, los esfuerzos desplegados no aseguran el salvataje del sistema.

La tesis de la Reserva Federal es que, al hacerlo, el Estado norteamericano está adquiriendo activos muy valiosos y logrando que se calmen los mercados, cumpliendo así con su papel de prestamista de última instancia. Pero la verdad es que esos activos estaban ya tan deteriorados que el sector privado no podía comprarlos. La corrupción del sistema se originó en su permisividad y en su creciente sesgo especulativo: las garantías hipotecarias, que representaban el grueso del respaldo con que contaba el sistema financiero, fueron revendidas —como se ha dicho— a través de una complicadísima maraña de instrumentos que recibieron el nombre genérico de *derivativos* y que, a través de esa suma de transferencias especulativas, terminaron perdiendo todo su valor.

En la discusión del plan de ayuda, el Congreso expresó las objeciones morales del público, es decir, las que tiene *Main Street* contra *Wall Street*. Según ellos, mediante este plan los bancos y el sistema financiero estarían siendo premiados por su inmoralidad a costa de la gente común y corriente. Al inyectar dinero a los bancos, a veces bajo la forma de adquirir una parte de su depreciado capital accionario, el Estado corre el riesgo de terminar perdiendo el dinero de sus contribuyentes. Al mismo tiempo, puede aumentar el temor de los inversionistas, que verán comprometida la capacidad de su garantía de última instancia. Por último, para los *halcones*, con esos recursos se podría haber ganado la guerra en Irak (...aunque, bajo las formas modernas que han adoptado los conflictos en el Tercer Mundo, ¿se podría “ganar”?).

En última instancia, el saneamiento del sistema financiero internacional a largo plazo pasará por ajustes fiscales más o menos severos, con las repercusiones sociales consiguientes.

Al mismo tiempo, el futuro de dicho sistema dependerá del establecimiento de una capacidad regulatoria pública que va en contra de toda la teoría y la práctica de las actuales economías. La prolongada especulación acerca de si los Estados Unidos se aproximaban o no a una crisis ha sido superada. Estamos viviendo la peor de las fases del proceso de destrucción creativa que Joseph Alois Schumpeter consideró consustancial a la evolución del capitalismo. La buena noticia es que

hoy la economía mundial depende de la de los Estados Unidos un poco menos que hace 70 años. Pero... ¿cuánto menos?

El compromiso público por cerca de US\$ 1 billón, que hace seis meses el Fondo Monetario Internacional (FMI) anticipara como costo del saneamiento del sistema, en el mejor de los casos terminará siendo el costo real de esta operación. Pero es probable que tampoco logre producir en el mediano plazo una “solución ordenada” debido a la falta de transparencia que presenta esa maraña financiera. La alarma pública imperante se ve agravada porque a los ahorrantes y deudores que han salido perdedores de la crisis se agrega la mayoría de la sociedad estadounidense. Esta se ve afectada por el enorme pasivo del seguro social, el deterioro de la corporación llamada a garantizar esas pensiones (el PBGC) y el de las prestaciones del Medicare y el Medicaid. En el mediano plazo, el FMI está proponiendo dos medidas: la creación en los EE.UU. de una agencia estatal que adquiera los activos más deteriorados y los administre hasta que puedan ser revendidos —lo que el presidente George W. Bush planteó últimamente— y una gran inyección de capital a las instituciones financieras. Lo criticable de esta estrategia es que ese gigantesco esfuerzo tiene por objeto rescatar lo que sea posible salvar del universo de agentes que produjeron la crisis, “por irresponsabilidad o por desidia”, como dijo la presidenta Michelle Bachelet en la Asamblea General de las Naciones Unidas. Y el presidente Nicolas Sarkozy ha solicitado también un acuerdo multilateral para denunciar a los responsables.

FRAGILIDAD PATENTE

La importancia y la fragilidad del actual sistema internacional se han puesto de manifiesto con la crisis financiera. No hay aquí una reflexión sobre Chile, que es un actor muy pequeño dentro de este proceso, pero que ha tenido en los últimos años una política macroeconómica que nos ha permitido blindarnos o, al menos, desvincularnos en forma considerable de estas turbulencias externas.

Lo que se está comprometiendo tanto con la crisis del sistema financiero como con su plan de salvataje, en el fondo, es el dinero de los contribuyentes estadounidenses. Entretanto, la desconfianza, que se transmite fácilmente, ya se ha traducido en las expectativas de crecimiento global, que hasta hace poco eran del 3,5 % y que ahora han bajado bruscamente. **MSJ**