

ENSEÑANZAS DE CINCO CRISIS FINANCIERAS

Antonio Torrero Mañas

Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios.

Marcial Pons.

Madrid, 2006.

116 páginas

GABRIEL FLORES

¿Cómo se ha producido la acumulación de conocimientos sobre las crisis financieras? El análisis de los episodios de crisis de mayor relevancia internacional y la reflexión sobre los errores y aciertos de las autoridades encargadas de la gestión de esas grandes perturbaciones financieras son, en opinión del profesor Torrero, las fuentes fundamentales de conocimiento de las condiciones en las que se generan y de las formas que adoptan las grandes crisis financieras.

El autor parte de la convicción de que el estudio de las crisis financieras pasadas permite acumular experiencias sobre cómo abordar las próximas y puede ayudar a poner en marcha medidas y reformas que intenten acotar su alcance. Además, tal estudio proporciona pistas sobre los remedios necesarios para superar las debilidades y carencias del sistema que las crisis van poniendo en evidencia.

La creciente complejidad de las finanzas y la capacidad de mutación del sistema financiero conducen a nuevas situaciones de crisis que no podrán ser tratadas con las mismas recetas que las ya superadas, pero los conocimientos acumulados servirán para que no vuelvan a repetirse los mismos errores que en las anteriores y para que la intervención de las autoridades pueda tener cierto éxito. No obstante, ese relativo éxito en las crisis pasadas es también una espada de doble filo: permite salvar situaciones de crisis problemáticas, pero dificulta o debilita las posibilidades de que se produzca una revisión y reforma del actual sistema financiero, pese a los muchos indicios de fragilidad que ofrece.

El buen funcionamiento del sistema financiero reclama unas reformas que no es fácil emprender. Entre otras cosas, porque las autoridades financieras han demostrado su capacidad para actuar con éxito cuando la situación de crisis exigía su intervención y han sido capaces de evitar pérdidas extraordinarias a los inversores que habían asumido altos riesgos (y obtenido elevadas rentabilidades). Pareciera que sólo una situación excepcional, en la que la dimensión de la crisis supere la capacidad de acción de las autoridades, podría

obligar a revisar las bases de funcionamiento del sistema y ordenar o reducir la propensión extrema al riesgo que muestra un diminuto colectivo de jugadores de alto nivel que copa la mayoría de las operaciones del mercado. Esa reforma del sistema conllevaría necesariamente un aumento de la regulación y la vigilancia y, por consiguiente, una reducción de la libertad de actuación de esos grandes inversores propensos a asumir riesgos muy grandes. Esos riesgos tienden a ser extremos en las operaciones con productos derivados no negociados en mercados organizados (denominados contratos *over the counter*-OTC), ya que su regulación es mucho más laxa, son más propensos a incorporar innovaciones y, como consecuencia, las partes contratantes tienden, en mayor proporción que en otro tipo de operaciones y mercados, a incumplir las condiciones establecidas.

En cinco capítulos, el libro de Torrero analiza otros tantos episodios de crisis financieras importantes: la Gran Depresión, entre 1929-1933; el crac bursátil de 1987; el estallido de la burbuja japonesa y el derrumbe de las valoraciones bursátiles entre 1990-1992 que puso en marcha un largo periodo de estancamiento económico y un proceso de ajuste que cuestionó el sistema económico que había sustentado el notable crecimiento económico japonés durante cuatro décadas; la crisis del *Long-Term Capital Management* (LTCM) en 1988; y el vertiginoso descenso de la cotización de las empresas tecnológicas, integradas en la denominada “nueva economía”, a partir de marzo de 2000 y hasta octubre de 2002.

Las crisis financieras analizadas comparten, con desigual intensidad, un rasgo común: en todas ellas, los inversores –incluidos los más perspicaces y experimentados– pensaban que en esa ocasión concreta la situación era diferente y que sus optimistas expectativas estaban basadas en nuevas y sólidas razones. La sobrevaloración de los activos financieros era percibida en cada episodio concreto de crisis como una tendencia normal y natural, no como una situación excepcional o puntual que no podría sostenerse a largo plazo.

Pese a ese rasgo común, las crisis analizadas se desarrollan en épocas distintas, en marcos institucionales particulares y con características y formas específicas en las que dinámicas similares y rasgos comunes coexisten con grandes diferencias que dificultan su agrupamiento o un tratamiento común. A esas particularidades debe sumarse el carácter extremadamente complejo de todas ellas.

En algunas de las crisis analizadas, la actuación de un banco central ha sido capaz de cortar los efectos de una espiral especulativa y los excesos bursátiles que podían haber afectado muy negativamente al funcionamiento de la economía. Como consecuencia, ha aumentado el número de defensores de este tipo de intervención pública, incluso entre las corrientes partidarias de un liberalismo extremo, por mucho que esa defensa de la intervención pública cuadre mal con los principios liberales y con su oposición a una regulación previa que, de hacerse, probablemente impediría que esos excesos se desarrollaran y limitaría o haría innecesaria la posterior intervención de las autoridades y el empleo de recursos públicos.

La garantía o, mejor, la presunción de que la intervención pública puede lograr reconducir una situación extrema de los mercados financieros e impedir la quiebra de las empresas afectadas, es un factor que aumenta la propensión al riesgo de los inversores y propicia los comportamientos excesivamente arriesgados de los agentes privados. El aplauso sin matices a la libertad de

funcionamiento de los mercados bursátiles, para que funcionen sin estar sometidos a la más mínima traba, y la defensa apasionada de la actuación de los mercados no casan bien con la exigencia de que las autoridades económicas y monetarias intervengan y empleen recursos públicos cuando los excesos se convierten en una amenaza para la estabilidad del sistema financiero y el conjunto de la actividad económica.

En uno de los episodios concretos de crisis que se analizan en el libro, la del LTCM en 1998, la Reserva Federal (FED) fue capaz de controlar la inestabilidad financiera en una situación en la que caídas muy graves de los mercados tenían la capacidad potencial de perturbar gravemente al conjunto del sistema financiero. Ese éxito, junto a otros similares en parecidas situaciones de grave crisis, han propiciado el riesgo moral (dado que la presunción de que los bancos centrales pueden impedir el descalabro y las quiebras acaba favoreciendo los comportamientos arriesgados) y que la actuación de los agentes privados tengan poco en cuenta los niveles de riesgo que asumen y sus potenciales efectos negativos ya que, a la postre, la autoridad competente actuará.

El descalabro del LTCM se inició en Rusia. Los bonos a corto plazo del Tesoro ruso, denominados en rublos, pagaban un interés anual que superó el 40% en los años 1995 y 1996, en un entorno inflacionista y de generalizada corrupción de, entre otros, los responsables de las finanzas rusas, que no fue ningún obstáculo para que el FMI prosiguiese desembolsando unas ayudas que iban directamente a las cuentas extranjeras de los responsables políticos rusos. La alta rentabilidad atrajo a los inversores internacionales más osados, entre ellos el LTCM. Los riesgos de devaluación del rublo y del incumplimiento de las obligaciones financieras asumidas por Rusia eran cubiertos por el LTCM mediante complejas operaciones en las que bancos de inversión amigos cubrían los riesgos. Tales bancos amigos actuaban como intermediarios, compraban dichos bonos y el LTCM les pagaba la rentabilidad de los mercados internacionales (en dólares) y, a cambio, les cobraba los intereses de los bonos rusos; al mismo tiempo, el LTCM negociaba con otro banco de inversión un contrato a plazo para asegurarse que los cupones en rublos que obtendría a su vencimiento le serían abonados según el tipo de cambio que existía cuando compró los bonos, cubriéndose de este modo del riesgo de una posible devaluación del rublo frente al dólar.

En agosto de 1998, la rentabilidad de los bonos rusos superó el 70% anual y su coste financiero suponía para Rusia el 50% de sus ingresos fiscales, de modo que las autoridades rusas estaban obligadas a devaluar el rublo o declarar una moratoria en los pagos, ya que no podía atender el servicio de su deuda, o ambas cosas a la vez, como ocurrió finalmente el 17 de agosto de 1998, ocasionando unas pérdidas de 400 millones de dólares a LTCM. Inmediatamente, la incertidumbre sobre lo que podía pasar provocó que los principales jugadores en los mercados rusos recortasen sus posiciones de riesgo e iniciaran una huida hacia la deuda pública de mayor calidad y hacia la liquidez. Como consecuencia, el LTCM perdió 1.850 millones de dólares (casi un 45% de su capital) en agosto. A finales de septiembre el capital de LTCM se había reducido a 400 millones de dólares (apenas un 10% del capital de dos meses antes) y la Reserva Federal organizó una reunión con sus principales financiadores para que aportaran 3.625 millones de dólares y repusieran la mayor parte del capital perdido. En total, las pérdidas finales de LTCM

alcanzaron los 4.600 millones de dólares y suponían un riesgo cierto para los bancos amigos que además de haberse implicado en los negocios del LTCM habían seguido un camino muy similar de acumular inversiones muy arriesgadas.

La liquidación forzada de la cartera de LTCM habría ocasionado un peligro real de quiebra de esos bancos que eran, además de socios en los negocios de LTCM, sus financiadores; por esa razón, a la que se sumó la presión de la FED, esos bancos amigos y acreedores aceptaron implicarse en la operación de salvamento de la LTCM.

Además, para restablecer la confianza y promover la vuelta a la normalidad, la Reserva Federal inició un proceso de disminución de los tipos de interés para animar a los agentes privados a aumentar su endeudamiento y reanudar sus inversiones. La actuación decidida de las autoridades impidió una crisis sistémica, pero tal intervención pública no es coherente con las bases doctrinales del comportamiento eficiente de los mercados ni con el papel desestabilizador que se atribuye a cualquier tipo de intervención pública. ¿Pero a quién le importa la coherencia doctrinal cuando el problema es impedir la quiebra de tus negocios o una crisis financiera y económica de grandes dimensiones? Curiosamente, cada nuevo éxito de la intervención pública ocasiona un aumento del riesgo de accidentes o crisis bursátiles. A la creencia, poco justificada por las graves perturbaciones financieras que se han sucedido en los últimos años, de que los grandes fondos y bancos de inversión privados tienen capacidad para predecir el futuro y gestionar el riesgo, se ha venido a sumar la confianza, probablemente excesiva, en que la actividad vigilante de los bancos centrales permitirá solucionar eficazmente situaciones de crisis graves. Torrero finaliza su libro confesando que no se encuentra entre los optimistas que aplauden el creciente protagonismo de los mercados financieros y el incremento del riesgo. Y afirma que estaría dispuesto a sacrificar ciertas dosis de eficiencia por otras de seguridad. En su opinión, hasta que no se produzca una perturbación grave no es probable que se revisen los fundamentos que hasta ahora han impulsado el protagonismo creciente de las finanzas y el riesgo añadido que conlleva tal protagonismo. Un desastre financiero obligaría, seguramente, a considerar la excesiva vulnerabilidad de las finanzas y a considerar la realización de las reformas necesarias para conseguir un razonable control sobre los mercados financieros. Las necesarias mudanzas tendrán que venir, en este caso, precedidas de tiempos de aflicción.