

## DE LAS CRISIS

Carlos Gustavo Cano\*

Con ocasión de la última crisis financiera internacional, conocida como la Gran Recesión, que comenzó a formarse en 2007, la cual tuvo como núcleo el mercado hipotecario de Estados Unidos, ha salido a la luz pública una importante literatura por parte de los economistas más prestigiosos de la academia sobre su etiología y los caminos indicados a fin de evitar su repetición. Además de varias películas de índole documental, que han contribuido a ilustrar y agitar la discusión.

Uno de los más valiosos ejercicios es el Carmen Reinhart y Keneth Rogoff (2009), que lleva en el título el sabor irónico de uno de sus mensajes centrales: “*This time is different*” (“esta vez es distinto”), señalando así la actitud típicamente arrogante que los responsables de la política económica, y en particular de la regulación financiera del mundo rico, han solido observar frente a este tipo de fenómenos, que han sido recurrentes al menos a lo largo de los dos últimos siglos.

La principal causa de las crisis ha sido la excesiva exposición al riesgo financiero, en particular durante los mal llamados ‘buenos tiempos’. Exposición que en los últimos 25 años se ha exacerbado por las tan festejadas y alabadas ‘revoluciones financieras’. Estas han provocado las más grandes burbujas y ‘manías’ en los mercados inmobiliario y de valores.

El término ‘manías’ sugiere pérdida de contacto con la realidad, y es similar al concepto de ‘histeria masiva’. En efecto, en el auge, la gente se sobre endeuda

---

\* Codirector del Banco de la República. Conferencia en la ceremonia de grados de la Facultad de Economía de la Universidad del Rosario el 25 de Abril de 2012.

para invertir. Cuanto más dure la euforia provocada por este, los prestamistas asumen más riesgos. Hasta que los ingresos generados por los activos adquiridos por los prestatarios dejan de ser suficientes para amortizar sus deudas. Y los acreedores tienden entonces a exigir el pago inmediato de los créditos, lo cual obliga a los deudores a desprenderse precipitadamente de sus activos especulativos, provocando por tanto la caída abrupta de sus precios.

Las duras lecciones arrojadas por estas experiencias – sobre las que nos habían advertido grandes profesores ya desaparecidos, como Charles Kindleberger (2005) y Hyman Minsky (1992, 2008) -, por desgracia con no poca frecuencia ignoradas pero por fortuna reiteradas y recordadas por un grupo de otros sabios tratadistas y banqueros centrales contemporáneos, como Paul Krugman (2009a, 2009b), Nouriel Roubini (2010), Charles Goodhart (2005) y Paul Volcker, demuestran que los inversionistas no responden a la teoría del ‘mercado eficiente’, sustentada en el supuesto falso de la racionalidad plena de los agentes económicos.

Por el contrario, en el mundo real suelen primar las falsas ilusiones y las locuras colectivas sobre la racionalidad. Y por consiguiente aquellos – los inversionistas –, se hallan expuestos con alta frecuencia a ‘comportamientos de manada’, ataques de ‘exuberancia irracional’ o pánicos injustificados. Si en verdad fuéramos racionales y los mercados eficientes y perfectos, el desempleo sería voluntario, y las recesiones naturales y por tanto deseables, conforme lo ha señalado Krugman (2009b), premio Nobel de Economía del 2008.

Por otro lado, a fin de cumplir su objetivo misional, los intermediarios financieros captan recursos de propiedad del público, el cual, en general, carece del conocimiento y los medios suficientes para evaluar la solvencia y la liquidez de

aquellos, y para entender la naturaleza y la magnitud de los riesgos sobre su destino y utilización final.

Por ende, el Estado debe tener como responsabilidad medular llenar tan delicado vacío, prioritariamente educando, guiando y protegiendo al consumidor. Afianzando, mediante la regulación y la supervisión, la confianza de depositantes y ahorradores en el sistema financiero tratado en sentido amplio. Velando por la eficiencia social del mismo. Fomentando la competencia entre sus agentes y evitando posiciones dominantes en el mercado. Minimizando los riesgos y los costos de las crisis. Garantizando el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Y propiciando y preservando la credibilidad de la ciudadanía en la institucionalidad de la política monetaria, la regulación y la supervisión.

En últimas, lo que está en juego son los criterios para decidir quiénes pueden o no emplear los ahorros de la sociedad y para cuáles propósitos; quiénes pueden o no emprender nuevos negocios; y quiénes pueden o no conservar o aumentar sus posiciones de poder económico.

En cuanto se refiere a la tarea constitucional de la autoridad monetaria – que consiste en esencia en procurar y mantener niveles de inflación bajos y estables mediante controles del lado de la demanda y del crecimiento de la cantidad de dinero en circulación -, los esfuerzos de los banqueros centrales de hoy podrían fácilmente terminar contrarrestados por nuevos y muy cercanos sustitutos suyos.

Se trata de algunas de las más recientes ‘innovaciones’ crediticias y financieras, cuyo desarrollo ha sido paralelo al de la denominada ‘banca en la sombra’, con capacidad de emitir dinero en virtud de aquellas, desbordando el monopolio o al

menos el control de esa función por parte de la banca central. Luego la regulación de la intermediación financiera clásica y nueva, en vez de accesoria, tiene que ser parte esencial, inaplazable, del manejo de la moneda en todas sus acepciones y modalidades.

En vez de distorsionar la utilización del instrumento tradicional de la tasa de interés para alcanzar ese segundo objetivo, lo que se requiere es un segundo instrumental que cuente con características contra-cíclicas, de suerte que sea posible controlar eficazmente el crecimiento de la cartera durante períodos de auge de los precios de los activos, como inmuebles y títulos y valores. Resulta obvio: se trata de la regulación y la supervisión.

El surgimiento de nuevos intermediarios no bancarios con fuerte apetito por el riesgo – fondos de cobertura, fondos privados de inversión, fondos de capital de riesgo, entre otros -, constituye el más formidable reto contemporáneo para las autoridades. Pues dentro del ‘sistema financiero ampliado’, en buena parte del planeta y muy especialmente en Estados Unidos, los bancos debidamente vigilados venían ocupando un espacio cada día más reducido, como lo ha señalado otro de los grandes maestros de la actualidad, Raghuram Rajan (2005, 2010), en su momento tildado de retrógrado por las cabezas de los conglomerados financieros y sus contrapartes en el sector público que a la postre y por cuenta de la desregulación desataron la crisis.

He allí una razón para que la regulación y la supervisión, a fin de garantizar su eficacia, se deban ejercer sobre los conglomerados, en vez de aplicarse únicamente a firmas individuales de manera separada, y así cubrir integral e integradamente al sistema.

Según lo muestran Reinhart y Rogoff (2009), existe una impresionante correlación entre el grado de libertad de los mercados de capital y la ocurrencia de las crisis. En efecto, resulta evidente que las 'bonanzas' de los flujos de capital han sido particularmente los grandes factores causantes de las crisis financieras, al menos a partir del período de la gran liberación de los mercados financieros que se inició en los 70.

Ya Minsky (1992, 2008) había advertido hace tres décadas ante dicha ola libertaria que un sistema financiero sofisticado, complejo y dinámico como el nuestro genera, de manera endógena, serias fuerzas desestabilizadoras que terminan en también serias depresiones económicas como consecuencia natural del capitalismo no intervencionista. "No se debe permitir que los mercados financieros funcionen libremente", sentenció. Ello le valió, como igualmente le sucedió a Keynes, que muchos lo acusaran de socialista y aún de marxista, cuando en lo que realmente estaba empeñado era en la salvación del sistema capitalista. Desde entonces se popularizó en la literatura económica la figura del 'momento Minsky', para caracterizar la sintomatología de este tipo de crisis.

Adicionalmente, la posibilidad de que los efectos de aumentos fuertes en los flujos de entrada de capital, en combinación con altos términos de intercambio, se multipliquen por parte del sistema financiero a través del crecimiento del crédito, generando incrementos atípicos en los precios de los activos, constituye un riesgo que exige un cuidadoso monitoreo. Ya que semejantes escenarios podrían desencadenar en la formación de burbujas, en la ampliación también atípica de déficits en la cuenta corriente, y en la vulnerabilidad excesiva del sistema financiero.

El comportamiento de los precios de los activos, aunque no se halle incorporado en los indicadores convencionales de la inflación, igualmente tiene que hacer parte de la órbita de las preocupaciones de la autoridad monetaria, esto es del banco central, por su impacto sobre la solvencia y estabilidad del sistema financiero.

Se trata de orientar la regulación hacia el tratamiento de los riesgos sistémicos del sector financiero en su conjunto y no por partes aisladas. Para ello se precisa complementar el objetivo convencional de la política monetaria con el cometido de anticiparse a eventuales burbujas de activos. Por consiguiente, resulta clave regular la oferta de crédito.

Para ello, aparte de tasas de interés, encajes y controles de capital, que deben permanecer disponibles para ser aplicados siempre que las circunstancias así lo aconsejen, se requieren otras herramientas de la ahora denominada regulación macro-prudencial, como requerimientos mínimos de liquidez y capital de los intermediarios; provisiones ordinarias y contra-cíclicas; límites al apalancamiento; criterios sobre manejo de riesgos y diversificación de portafolios de inversión; límites al porcentaje de los préstamos sobre el valor de los activos financiados y sobre el monto de los ingresos disponibles de los prestatarios de créditos de vivienda y otros bienes de consumo durable, así como de la financiación de títulos y valores a través de 'cuentas de margen'; la prevención de descalces cambiarios del sistema ampliado y de descalces de 'maduración' entre el apalancamiento de los intermediarios y la cartera; requerimientos contra-cíclicos de capital de los intermediarios según el comportamiento crediticio; y la separación de la actividad bancaria comercial de la de inversión (*proprietary trading*).

En suma, se trata, fundamentalmente, de prevenir excesos de las innovaciones financieras y crediticias; contrarrestar la formación y explosión de burbujas

especulativas de los activos; y, sobretodo, de proteger a los consumidores de servicios financieros.

Colombia puede exhibir con orgullo una institucionalidad pública sólida y transparente en los ámbitos del manejo monetario y la regulación y la supervisión, reconocida y respetada nacional e internacionalmente.

La profunda crisis que padeció el país al final de la década de los años noventa nos brindó severas lecciones que afortunadamente fueron bien aprendidas y asimiladas por nuestro banco central, que se ha distinguido por su notable y comprobada capacidad técnica.

En el campo de la regulación y la supervisión, la coordinación con el Ministerio de Hacienda y la Superintendencia Financiera ha sido desde entonces particularmente estrecha y fructífera. Sin embargo, en mi opinión, no obstante el manejo idóneo y responsable con que venturosamente ha contado, lo deseable sería dotar a esta última de un régimen de independencia y autonomía similar al del Banco de la República, con una Junta y períodos fijos tanto para sus miembros como para el Superintendente. Mediante tales reformas, se fortalecería aún más su credibilidad pública, y la indispensable sintonía con la Junta Directiva de aquel.

James Madison, el más destacado arquitecto de la constitución y de los cimientos de las instituciones públicas de Estados Unidos, escribió en la edición número 51 del *Federalist Papers* el siguiente trozo:

*“Si los hombres fueran ángeles, ningún gobierno sería necesario. Si los ángeles gobernaran a los hombres, ningún control externo o interno sería necesario. En la estructuración de un gobierno que va a ser manejado por unos hombres por*

*encima de otros, la dificultad más grande yace en esto: lo primero que hay que hacer es habilitar a un gobierno para que controle a los gobernados; y, en segundo lugar, obligarlo a controlarse a sí mismo.”*

Inspirados en la sentencia de Madison, en un excelente libro que acaba de ser publicado por el MIT, “*The Guardians of Finance*”, sus autores, probablemente los más destacados expertos sobre estos temas en la actualidad – James Barth, Gerard Caprio y Ross Levine (2012) -, agregaron:

*“Si los hombres tuvieran solamente intenciones angelicales, y los mercados fueran perfectos, no habría necesidad de gobierno ni de regulación financiera. Pero las personas no son ángeles, ni los mercados perfectos.”*

Sobre el particular, el Senador norteamericano Carl Levin, citado en el libro, sostuvo:

*“la reciente crisis financiera no fue un desastre natural. Fue un asalto económico perpetrado por hombres. La gente lo hizo...Y sucederá de nuevo al menos que cambiemos las reglas.”*

La moraleja de estas reflexiones nos conduce a reconocer que la inspiración maestra de la ciencia económica es la historia; el lenguaje para comprenderla, la psicología; y su cuna, la moral.

Quien desdeñe la historia, a la manera de Sísifo jamás cesará de creer, equivocadamente, que “esta vez es distinto”.

Quien ignore la sicología, nunca podrá comprender que la Economía es esencialmente una ciencia sobre el comportamiento humano. ¿Si no fuera así, cómo se podría explicar el otorgamiento en 2002 del premio Nobel de Economía al más célebre sicólogo de nuestro tiempo, Daniel Kahneman (2011) ?

Finalmente, no podemos olvidar que el primer gran tratado escrito por Adam Smith, el pionero de la ciencia económica moderna, fue “La Teoría de los Sentimientos Morales”, al que le siguió “La Riqueza de las Naciones”, más conocido entre nosotros por haberse concentrado en el objeto específico de nuestro oficio de economistas. Pero no es casual su orden de precedencia. Resulta claro que el primero constituyó cimiento del segundo, de modo que sus contenidos se hallan atados esencialmente por una relación de causalidad.

## **REFERENCIAS**

Barth, J.R., Caprio, G., Levine, R. (2012) “Guardians of Finance”. The MIT Press

Goodhart, Ch. (2005) “Financial regulation, credit risk and financial stability”. National Institute Economic Review

Kahneman, D. (2011) “Thinking Fast and Slow”. Farrar, Struss and Giroux. New York

Kindleberger, Ch. (2005) “Manias, Panics and Crashes”. Wiley, New Jersey

Krugman, P. (2009a) “The Return of Depression on Economics” . Norton, New York

Krugman, P. (2009b) “How Did Economists Get It So Wrong?”. NYT Sept 6 2009

Minsky, H.P. (1992) “The Capital Development of the Economy and The Structure of Financial Institutions”. Working Paper No. 72. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College

Minsky, H.P. (2008) "Stabilizing an Unstable Economy". Mc GrawHill

Rajan, R.G. (2005) "Has Financial Development Made the World Riskier?" IMF

Rajan, R.G. (2010) "Fault Lines". Princeton University Press

Reinhart, C.M. & Rogoff, K. S. (2009) "This Time is Different. Princeton University Press

Roubini, N. and Mihm, S. (2010) "Crisis Economics". The Pinguin Press, New York

**Bogotá, 25 de Abril de 2012**