

Acciones especulativas y desplomes financieros

Alicia Girón*

Burbujas financieras, caídas estrepitosas de las acciones, corridas bancarias y rebotes especulativos son características que describen perfectamente el período comprendido entre 1971 y 2009. Ante la inestabilidad y la incertidumbre podríamos afirmar que quizá uno de los objetivos más importantes de la política monetaria es lograr la estabilización de la economía monetaria sin objetar la teoría del ciclo económico y la hipótesis de la inestabilidad financiera. A los períodos de largo crecimiento les suceden otros de inestabilidad económica y financiera. Por tanto, una política monetaria que supone controlar los ciclos económicos desde la perspectiva de que el dinero cae desde el helicóptero, lleva a una economía monetaria a agudizar las crisis.

Este artículo empieza por sintetizar las características del período de regulación monetaria, durante el cual hubo cierta estabilidad y se señalan sus características de inestabilidad; enseguida se analiza un trabajo de Bernanke y Gertler acerca de los retos de la política monetaria y de la tasa de interés en los ciclos económicos; a continuación se estudia el período de desregulación y liberalización financiera y su incidencia en la especulación de los activos, y por último, se aborda el tema del desplome de las acciones y su frágil recuperación.

Períodos de estabilidad e inestabilidad

La “*golden age*” (época dorada) como la califica Crotty (2004), fue un período de tipos de cambio estables, crecimiento del PIB y normas monetarias regulatorias que permitieron una conducta adecuada de los intermediarios financieros. Esta etapa abarcó de 1944 a 1971; en 1944 se crearon el Fondo

* Miembro de la Academia Mexicana de Ciencias y de la Academia de Economía Política de México. Pertenece al Sistema Nacional de Investigadores, nivel III. Tutora del Posgrado de Economía y de Estudios Latinoamericanos de la UNAM. Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEC) de la UNAM. Este trabajo es parte del Proyecto “Estructura e instituciones financieras: quiebra y reorganización nacional, regional e internacional” financiado por PAPIIT de la Dirección de Asuntos del Personal Académico y el Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM. La autora agradece el apoyo del becario Francisco González Munive por la elaboración de las bases estadísticas. El texto fue enriquecido por las opiniones de la licenciada Alma Chapoy Bonifaz, investigadora titular del IIEC.

Monetario Internacional y el Banco Mundial, instituciones financieras internacionales cuyo objetivo fue regular los circuitos financieros, los mercados financieros y la liquidez a nivel mundial y lograr la estabilidad financiera y monetaria con desarrollo económico. En Bretton Woods (1944) se establecieron las bases del sistema monetario internacional.

Los años que van de 1971 a 2008 se caracterizan por la inestabilidad financiera: en ellos imperan las grandes burbujas financieras, los problemas de la deuda externa de los países subdesarrollados y la crisis de los bancos comerciales en Estados Unidos; las crisis bancarias que se caracterizan por retiros de depósitos bancarios en los años noventa y los rebotes especulativos de 2001 y 2007. De la crisis de las acciones de las empresas tecnológicas se pasa a la de los créditos hipotecarios y con ello a una crisis económica y financiera cuyas bases se encuentran en las finanzas estructuradas. Esta crisis es tan profunda o quizá más, que la de 1929, pues culmina con el cierre de los grandes bancos de inversión estadounidenses.

Política monetaria y volatilidad del precio de activos

En el simposio “Nuevos retos para la política monetaria”¹ organizado por la Reserva Federal de Kansas (1999), Ben Bernanke y Mark Gertler presentaron la ponencia “Política monetaria y volatilidad del precio de los activos”. El principal objetivo de este trabajo fue destacar que a fines de los noventa, la inflación ya estaba bajo el control del banco central; sin embargo, la volatilidad del precio de los activos indicaba que había inestabilidad financiera. Así pues, la batalla que los bancos centrales tendrían que librar era contra el precio de las acciones y bienes inmuebles en varios países industrializados. Burbujas de ese tipo se presentaron desde la década de los ochenta en Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Países Bajos, Suecia y Finlandia. En este ambiente de volatilidad del precio de los activos, la política monetaria debería desempeñar un papel sobresaliente. Las recurrentes crisis económicas y financieras de los países latinoamericanos y los países del sudeste asiático, se relacionan con el manejo de la política monetaria aplicada en esos años y con el manejo de la tasa de interés. Como si fueran adivinos, Bernanke y Gertler (1999: 23) señalaron hace más de una década: “...si el auge del mercado de valores estadounidense se sostendrá o todos terminarán llorando, nadie lo

¹ Este seminario fue organizado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas (Jackson Hole, Wyoming, agosto 26-28 de 1999).

sabe". Y más adelante afirmaron "... estamos de acuerdo en que la política monetaria por sí sola, no basta para contener los efectos potencialmente perjudiciales de auges y caídas en el precio de los activos".

La volatilidad del precio de las acciones, no sólo se justifica por una política monetaria restrictiva, sino también por otros factores; en ese momento, la necesidad de establecer metas inflacionarias para mantener estables los precios de los activos y por ende, de las acciones, era un precepto de todo banco central. A ello es muy importante añadir la regulación para evitar la irracionalidad especulativa por parte de los inversionistas. Cuando la desregulación de la cuenta de capital se hizo realidad en muchos países asiáticos y latinoamericanos, sobrevino la irracionalidad y esos países se vieron envueltos en crisis de balanza de pagos, y en consecuencia, en crisis bancarias. Justo en ese período de apertura de la cuenta de capital ocurrieron las crisis de los años noventa: en 1994-1995, en México y en 1997-1998, en el sudeste asiático; posteriormente, tuvo lugar la crisis rusa y la consecuente quiebra del fondo Long Term Capital Management.

Por los factores psicológicos que desencadenan la euforia, muchas veces se omite la información de los estados financieros de las empresas y no se prevé que el optimismo es efímero. Por ello, cuando los precios de las acciones suben por un largo período, los inversionistas siguen comprando y especulando con los instrumentos financieros sin poder parar; se registran entonces alzas exageradas seguidas de brutales caídas, que de manera ineludible desembocan en profundas crisis.

Si bien, la política monetaria y el manejo de la tasa de interés es importante para evitar la abrupta subida o caída del precio de los activos, no se debe olvidar que gran parte del colateral de la compra de las acciones se basa en activos financieros o instrumentos de inversión creados para sustentar el proceso de "originar y distribuir" de los intermediarios financieros. Esto permite prolongar la euforia de los inversionistas.

Desregulación, liberalización y especulación de los activos

La desregulación y la liberalización financieras agudizaron no sólo la especulación de los activos de las empresas, sino también la especulación originada y distribuida por los bancos para obtener mayores ganancias. En opinión de Kregel (2008:5), las pérdidas de los bancos comerciales estadounidenses durante los años ochenta, como resultado de las moratorias y continuas renegociaciones de la deuda externa de los países latinoamericanos, diluyeron las restricciones de la Glass-Steagall Act de 1933. La desregulación y liberali-

zación financieras van acompañadas de un paquete de reformas financieras establecidas a partir del Acuerdo de Basilea I (1988), la Gramm-Leach-Bliley Act (1999) y el Acuerdo de Basilea II (2004). La innovación financiera, junto con las operaciones fuera de balance de los bancos, permiten el crecimiento de las operaciones en derivados sintéticos y en derivados tradicionales.

La contracción del crédito a partir de 2008, estuvo precedida por una explosión de préstamos de corto plazo, que pasaron de 500 mil millones de dólares a 1.6 billones de dólares operados por Lehman Brothers y Bear Stearns. El precio de las acciones se triplicó en menos de seis años. Por supuesto, cuando se inició la baja del precio de las acciones no sólo cayeron éstas sino que se derrumbaron los colaterales que las sostenían. Esto hizo que la crisis iniciada a fines de 2007 como una crisis de las hipotecas *subprime*, se extendiera a diferentes bancos que habían apostado a crecientes ganancias en los préstamos empaquetados por un conjunto de acciones cuyo colateral no se basaba en bienes tangibles. Cabe mencionar que incluso las operaciones con derivados extrabursátiles (*over-the-counter*, OTC) no estaban sujetas a ningún límite máximo (BIS, 2004:20).

Por tanto, el proceso de financiarización y titulización posible en virtud de la desregulación y la liberalización financieras, llevó a la especulación y a un régimen de acumulación financiera, tal como lo define Chesnais (2000). Ante ello, valdría la pena preguntarse si la política monetaria y la política financiera aplicada hasta antes de la quiebra de Lehman Brothers fue la adecuada para ordenar el mercado de los títulos originados a partir del proceso de financiarización.

Desplome y retorno al equilibrio de las acciones

Después de una caída del precio de las acciones que en términos generales, va de mediados de 2007 a marzo de 2009, se inicia la anhelada recuperación de los indicadores bursátiles. Sin embargo, el desempleo en Estados Unidos ha llegado a dos dígitos.

En algunos mercados emergentes, como China y Brasil, se avizoran nuevas burbujas en los mercados financieros. Un ejemplo de ello es que el precio del oro ha subido casi 50% en menos de un año y el índice del mercado de valores de Shanghai, 75%. Los precios del petróleo han vuelto a causar revuelo en los mercados de derivados; los precios de los alimentos van también al alza.

De manera paralela a este auge inflacionario de los activos, que podría crear una nueva burbuja y su posterior estallido, se presenta la moratoria por cerca de 60 mil millones de dólares de Dubai, emirato que hasta antes

de la crisis había sido refugio de las empresas inmobiliarias y de los nuevos proyectos arquitectónicos, resultado de las crecientes ganancias del petróleo.

Por otra parte, ante la incipiente recuperación, es indispensable la regulación de los mercados, las operaciones de reportos y las operaciones de derivados. La crisis por la que pasa el sistema financiero internacional no ha terminado y la amenaza de quiebras masivas de bancos persiste.

El Consejo de Estabilidad Financiera del Grupo de los 20 elaboró una lista de 30 instituciones bancarias y de seguros con “riesgo sistémico” (*Financial Times*, 30.11.2009), que en consecuencia deben ser supervisadas para evitar futuras crisis sistémicas. Dichas empresas son: las estadounidenses Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of America, Merrill Lynch y Citigroup. El Royal Bank of Canada, de Canadá; los suizos UBS y Credit Suisse; los franceses Société Générale y BNP Paribas; las japonesas Mizuho, Sumitomo, Mitsui, Nomura, Mitsubishi UFJ; las italianas UniCredit y Banca Intesa; el alemán Deutsche Bank y el holandés ING; los españoles Santander Central Hispano (BSCH) y Bilbao Vizcaya Argentaria; los británicos HSBC, Barclays, Royal Bank of Scotland y Standard Chartered. Además, las aseguradoras: Axa, Aegon, Allianz, Aviva, Zurc y Swiss Re.

Hoy en día se discute en el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y otros bancos centrales, si deben seguir rescatando a las instituciones financieras, aún no estabilizadas después de haberseles otorgado cerca de tres mil billones de dólares, o dejarlas quebrar sin ningún miramiento. Hay tres cuestiones importantes a destacar. Primero, la evaluación de la capitalización de las empresas financieras se ha expresado en el repunte de las acciones. Segundo, en el corto plazo, el sector productivo difícilmente regresará a la situación prevaleciente antes de la caída de las acciones iniciada en 2007. Por último, existe una cuantiosa deuda pública que ha permitido cierto repunte económico, pero que no basta para afirmar que se ha superado la crisis; más bien induce a pensar que se avecina una nueva caída, tanto de la producción como de los indicadores bursátiles.

Una de las conclusiones a las que nos lleva la etapa de euforia y el desplome financiero, es la imperiosa necesidad de retomar las lecturas de Keynes y de Minsky, así como conocer la historia económica y financiera del capitalismo. Las crisis son inherentes a éste, y por tanto la función de los bancos centrales no es únicamente controlar la inflación, como lo ha sido a partir de la autonomía de esas instituciones, sino enfrentar los ciclos económicos y la inestabilidad financiera, y disminuir la incertidumbre del futuro económico, haciendo uso de la política monetaria.

Bibliografía

- Bernanke, Ben y Mark Gertler (1999), "Monetary Policy and Asset price Volatility" en *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, fourth quarter (www.kc.frb.org).
- Banco de Pagos Internacionales (2004), *Convergencia internacional de medidas y normas de capital*, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Basilea Suiza.
- Chesnais, François (2000), ¿Crisis financieras o indicios de crisis económicas características del régimen de acumulación actual?, en *Las Trampas de las Finanzas Mundiales*, Chesnais, François y Dominique Plihon (Coordinadores) Akal, Madrid.
- Crotty, James (2004), "Competencia Destructiva y mercados financieros" en Correa, Eugenia y Alicia Girón *Economía Financiera Contemporánea* (coords) Tomo II, Miguel Angel Porrúa, librero-editor, México, D. F.
- Financial Times* (2009), noviembre 30.
- Hilsenrath, Jon (2009), "Fed Debates New Role: Bubble Fighter" en *The Wall Street Journal* (<http://online.wsj.com/article/SB125970281466871707.html>).
- Kregel, Jan (2008) "Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market", *Public Policy Brief*, núm. 93 Levy Economic Institute, USA.