



Vista aérea del distrito financiero de Nueva York.

Después de la

supernova

Las lecciones sobre la gestión de crisis que el FMI extrajo de la evaluación del sistema financiero estadounidense

Ashok Vir Bhatia

EL PAÍS se encontraba en medio de una de las crisis financieras más devastadoras y costosas en más de cien años, en términos de la pérdida de empleos y producto, deuda pública y contagio internacional.

La respuesta oficial había sido contundente y había impedido un colapso sistémico total. Las autoridades habían inyectado un volumen extraordinario de liquidez en una amplia variedad de instituciones financieras y habían comenzado a debatir reformas legislativas históricas para reforzar la regulación y la supervisión. Hacer una evaluación en ese momento representaba un reto inusual tanto para el personal técnico del FMI como para los funcionarios estadounidenses participantes, pero a la vez ofrecía una excelente oportunidad para aprender de la crisis y contribuir al programa de reforma.

El FMI y el Banco Mundial habían lanzado conjuntamente el Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF) tras la crisis asiática de fines de los años noventa, y aunque habían participado ya más de 120 países, sería la primera vez para Estados Unidos.

A fin de evaluar el sistema financiero más complejo del mundo, el FMI organizó un amplio equipo dirigido por su Departamento de Mercados Monetarios y de Capital, que entre octubre de 2009

y marzo de 2010 sostuvo más de 150 reuniones con personal del Congreso, representantes de prácticamente todos los entes federales de regulación financiera, varios reguladores de los estados y numerosos participantes del sector privado. En junio se presentó la evaluación a las autoridades nacionales y el Director Gerente del FMI, Dominique Strauss-Kahn, la analizó junto con el Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Benjamin Bernanke, y el Secretario del Tesoro, Timothy Geithner. En julio recibió los resultados el Directorio Ejecutivo del FMI y se publicaron los informes definitivos.

Aunque el PESF abarcó una extensa diversidad de temas —las pruebas de tensión de las principales instituciones financieras, una evaluación de la calidad de la supervisión regulatoria en comparación con las normas internacionales y un examen de los mecanismos de liquidez sistémica y gestión de crisis—, la presente retrospectiva se centra en algunos de los sucesos más importantes de 2008 y en cómo informaron el juicio del equipo respecto de la gestión de la crisis.

Tender una red más amplia

Gran parte del asesoramiento del FMI sobre las redes de protección financiera y los mecanismos de resolución, basado en

horas de conversaciones con las autoridades, estuvo dictado por una constante fundamental: una y otra vez, los funcionarios nacionales se habían encontrado desprovistos de la autoridad jurídica necesaria para hacer frente a los problemas y el riesgo de quiebra de sociedades financieras no bancarias como Lehman Brothers y Bear Stearns.

En otras palabras, el reto consistió en tomar las herramientas de gestión de crisis aplicables a los bancos comerciales y hacerlas extensivas a instituciones no bancarias, como los *holdings* de grupos financieros grandes y complejos capaces de desestabilizar todo el sistema.

Bear Stearns fue el primer ejemplo alarmante de un grupo bancario de inversión que, a pesar de cumplir íntegramente con las regulaciones de capitalización y liquidez, perdió abruptamente acceso a su fuente de oxígeno: el financiamiento mediante reportos a corto plazo. En una operación de reporto se venden títulos a cambio de efectivo, a menudo a valor descontado, con el compromiso de comprarlos —muchas veces el día siguiente— pagando una diferencia que representa un interés. El jueves 13 de marzo de 2008, el descuento aplicado a los reportos con los que se financiaba Bear Stearns subió drásticamente, lo cual en la práctica dejó a la compañía sin liquidez.

Hasta ese momento, los reportos estaban considerados una fuente de financiamiento estable y fiable porque las operaciones estaban garantizadas. Con el beneficio de la experiencia está claro ahora que son vulnerables a pérdidas súbitas de la confianza.

Los sucesos que desencadenaron la iliquidez de Bear Stearns suscitaban las primeras dudas en torno a las herramientas de la Reserva Federal para casos de emergencia. El martes 11 de marzo de 2008, el banco central había dado a conocer un programa para incrementar la liquidez en el mercado hipotecario, el primero de numerosos mecanismos nuevos que requerían la aprobación de dos tercios del directorio de la Reserva Federal para declarar circunstancias “inusuales y apremiantes”. Dos días después —fortuitamente o no—, Bear Stearns se encontró en serios problemas.

El viernes 14 de marzo, la quiebra de la empresa parecía inminente y amenazaba con descalabrar el resto del sistema, dado el volumen de sus operaciones en el mercado de los derivados y su papel central como fuente de financiamiento de *hedge funds*.

Para estabilizar la situación ese fin de semana, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York otorgó un préstamo de US\$13.000 millones a través de su ventanilla de descuento al presunto comprador de Bear Stearns, el grupo JPMorgan Chase, que a su vez le otorgó un crédito por el mismo monto a Bear Stearns. El domingo, preocupada por los otros grandes bancos de inversión y por el funcionamiento del mercado de reportos del que dependían, la Reserva Federal aprobó un mecanismo de crédito (conocido en inglés con la sigla PDCF) que los operadores primarios podrían activar a partir del lunes por la mañana.

Hasta ese momento, los privilegios de la liquidez del prestamista de última instancia siempre habían estado reservados para las instituciones minoristas de depósito. El PDCF era, en la práctica, una ventanilla de descuento para grandes corredores de bolsa, y representó una importante ampliación de la red federal de protección financiera.

Aunque JPMorgan Chase se había comprometido a respaldar las obligaciones de Bear Stearns el mismo domingo que se anunció el PDCF, hasta el lunes 24 de marzo no se conocieron las condiciones finales de la adquisición. La Reserva Federal de Nueva York acordó apuntalar financieramente la transacción mediante un préstamo por US\$29.000 millones a un vehículo especial que a su vez compraría los activos de Bear Stearns. Ese procedimiento, que le permitió al banco central ejecutar una compra de activos como si fuera uno de los préstamos garantizados que estaban autorizados para situaciones de emergencia, se emplearía repetidamente en los meses siguientes.

En aras del equilibrio

En el diálogo del FMI con los representantes del sector oficial y privado, la experiencia de Bear Stearns se reveló como fuente de importantes planteamientos sobre los mecanismos de liquidez. Un interrogante clave fue si convenía expandir permanentemente la red de protección, por ejemplo manteniendo activo el PDCF a título indefinido, o si esa decisión agravaría indebidamente el riesgo moral. Otro fue si el criterio de circunstancias “inusuales y apremiantes” para invocar las potestades de emergencia de la Reserva Federal era demasiado estricto, con el consiguiente riesgo de trastornar aún más los mercados financieros. El tercero fue si correspondía que un banco central otorgara préstamos individuales a empresas financieras no bancarias.

El equipo convino en que, en términos generales, los mecanismos de liquidez para emergencias podían desactivarse y reactivarse según lo exigieran las circunstancias. Para conseguir un equilibrio entre las reglas y la discreción, recomendó plasmar mejor los principios que regirían en adelante los créditos de la Reserva Federal a instituciones no bancarias y conservar la flexibilidad para improvisar, incluida la capacidad para suministrar liquidez individualmente en situaciones extremas.

Visto en retrospectiva, el roce de Bear Stearns con la bancarrota dejó expuesta una deficiencia crítica: la falta de un régimen de resolución para bancos de inversión sistémicos en vías de quiebra. Se evitó un desenlace caótico únicamente porque JPMorgan Chase aceptó adquirir Bear Stearns y garantizar sus obligaciones mientras se negociaban las condiciones de la compra.

La experiencia de Bear Stearns también permitió observar críticamente la capacidad de gestión de crisis de la Reserva Federal, que superó con destreza obstáculos jurídicos y operacionales, como lo demuestran la novedosa estructura del vehículo especial y el respaldo brindado al mercado de reportos mediante el lanzamiento del PDCF en el transcurso de un fin de semana. Pero esas complejas intervenciones también plantearon arduos problemas de comunicación; entre ellos, dónde y cómo trazar el límite entre el respaldo a la liquidez y a la solvencia.

Garantías y más garantías

Las deficiencias de las herramientas de gestión de crisis salieron a la luz apenas seis meses después. El viernes 12 de septiembre de 2008, debilitado por el ininterrumpido deterioro del crédito a lo largo y a lo ancho de la economía estadounidense y por las constantes ventas de activos financieros a precios de liquidación, Lehman Brothers fue el segundo grupo bancario de inversión de renombre que perdió acceso al financiamiento en los mercados.

La Reserva Federal no podía suministrarle crédito de emergencia porque legalmente la operación debía ser libre de pérdidas y Lehman no podía ofrecer suficientes garantías exentas de gravamen. Entonces, la Reserva Federal de Nueva York congregó a un grupo de grandes bancos e intentó convencerlos de que financiaran la compra de Lehman. Cuando Bank of America optó por fusionarse con Merrill Lynch, quedó como único candidato Barclays, del Reino Unido. Si bien para el domingo a la mañana las condiciones ya estaban acordadas, la operación se frustró cuando Barclays anunció que no podía

Cuando se encuentra en peligro la estabilidad financiera, el costo para el contribuyente debe contraponerse al daño que es capaz de causar un colapso sistémico.

garantizar inmediatamente las obligaciones de Lehman porque la legislación británica exigía una votación del accionariado o una dispensa de la autoridad regulatoria nacional, y ni la una ni la otra podían ocurrir ese mismo día.

Como la Reserva Federal carecía de autoridad para expedir la garantía, Lehman no tuvo más remedio que declararse en quiebra el lunes 15 de septiembre. Si alguien dudaba de que una sociedad financiera pudiera ser por sí sola profundamente sistémica, Lehman le demostró lo errado que estaba. Toda la economía mundial cayó en una recesión.

Con el caso de Lehman quedó claro que las consecuencias sistémicas de la quiebra de las empresas financieras pueden multiplicarse por obra de sus actividades transfronterizas y de las incompatibilidades de los regímenes de bancarrota. En Estados Unidos, la Reserva Federal de Nueva York pudo seguir pres-tándoles a las subsidiarias bursátiles de Lehman y les permitió continuar funcionando tres días hábiles después del anuncio de quiebra del *holding* principal, preservando su valor y logrando que la liquidación fuera un poco menos desordenada. En el Reino Unido, por el contrario, se inició de inmediato el proceso de administración de la subsidiaria de Londres, congelando todas sus operaciones y desencadenando el pánico. Las llamadas de reposición de márgenes que se pusieron entonces en marcha contribuyeron a la caída de otra pieza del dominó financiero internacional: American International Group (AIG).

La quiebra de Lehman extinguió cualquier esperanza de organizar un grupo del sector privado capaz de apuntalar a AIG. Como AIG había asegurado créditos por US\$500.000 millones a intermediarios financieros de Estados Unidos y Europa, la Reserva Federal decidió proporcionarle financiamiento, por considerar que, a diferencia de Lehman, sí poseía garantías adecuadas, en forma de numerosas subsidiarias solventes. El préstamo inicial de US\$85.000 millones, anunciado el martes 16 de septiembre, estaba garantizado prácticamente con todos los activos de AIG.

Para el equipo del FMI, este caso ofrecía importantes lecciones. En particular, si *alguna* autoridad nacional hubiera estado facultada para extender una garantía al *holding* de Lehman que le hubiera servido de puente, el desenlace podría haber sido diferente, incluso para AIG. Además, las facultades de resolución de corredores de bolsa —en contraposición a las relativas a los bancos comerciales— claramente no estaban a la altura de las necesidades sistémicas. Ambos factores constituían un argumento contundente a favor de un nuevo mecanismo de resolución.

Cuando Lehman dejó de pagar un gran volumen de títulos de deuda, la industria de los fondos de dinero también entró en un pánico institucional que se calmó a los tres días, en el momento en que el Tesoro de Estados Unidos anunció que garantizaría todos los fondos. El equipo de FMI aplaudió esa decisión a nivel general, asemejándola a la garantía federal de los depósitos, pero sostuvo que el problema central radicaba en que las regulaciones vigentes les permitían a los fondos de dinero funcionar en la práctica como si fueran bancos, algo que habría que corregir en el futuro.

El repentino deterioro de la confianza del mercado en la capacidad de los agentes del mercado del dinero para cumplir con sus obligaciones de financiamiento a un día también planteaba la necesidad de ampliar la variedad de garantías y contrapartes activas en las operaciones de mercado abierto, que posteriormente se harían extensivas a los principales bancos comerciales. De esa manera, el banco central podría distribuir mejor la liquidez sistémica en momentos de estrés.

Puertas abiertas de par en par

Tras la compra de Bear Stearns y de Merrill Lynch, y la desaparición de Lehman, Goldman Sachs y Morgan Stanley se vieron sometidos a intensas presiones en el mercado y evitaron un amargo desenlace en gran parte gracias a una serie de medidas extraordinarias que tomó la Reserva Federal para incrementar nuevamente la liquidez sistémica.

El domingo 14 de septiembre, cuando Lehman se dirigía inexorablemente hacia la quiebra, el banco central anunció que relajaría los límites de crédito de las instituciones de depósito a sus filiales no bancarias para activos financiados generalmente en el mercado de reportos y que ampliaría la lista de garantías del PDCF para incluir todos los valores utilizados en los reportos. Una semana después, la Reserva Federal de Nueva York recibió autorización para otorgar préstamos a *todas* las subsidiarias bursátiles de Goldman, Morgan y Merrill (no solo a los operadores primarios) en Estados Unidos y en Londres, lo cual significaba que básicamente estaba apuntalando el mercado de los reportos en su totalidad. La decisión de prestar al otro lado del Atlántico parece haber respondido a la determinación de que las garantías de las subsidiarias estadounidenses no habrían logrado satisfacer las necesidades de financiamiento del grupo respectivo.

El 7 de octubre, se concedió a la Reserva Federal de Nueva York autorización para comprar —nuevamente a través de un vehículo especial— papel comercial de elevada calificación (financiero y no financiero) respaldado por activos y no garantizado. Este programa, que terminaría siendo el más utilizado de todos los mecanismos de liquidez para emergencias, marcó

un nuevo punto de inflexión: fue la primera vez que el banco central se ofreció a financiar empresas no financieras.

El equipo del FMI observó que para comienzos de octubre de 2008 los grandes bancos de inversión que habían sobrevivido en Estados Unidos tenían acceso a la liquidez del banco central a través de sus (pequeñas) instituciones subsidiarias de depósito, sus (grandes) subsidiarias bursátiles dentro del país y en el Reino Unido, y sus *holdings*, que podían emitir deuda a corto plazo directamente con la Reserva Federal de Nueva York. Se trató de un esfuerzo crítico, que una vez más puso de relieve la importancia sistémica de empresas y mercados clave que generalmente se encuentran fuera de la red de protección.

Excepción por riesgo sistémico

El equipo del FMI estudió las facultades y los procedimientos de resolución bien definidos que existen para los bancos comerciales, pero no para la banca de inversión. Cuando se desató un pánico catastrófico en torno a los fondos no garantizados de Wachovia el 26 de septiembre, menos de dos semanas después del colapso de Lehman, había mecanismos para hacerle frente. Wachovia no era un banco de inversión, sino el sexto *holding* bancario más grande del país, con una gigantesca red minorista de sucursales de depósito. Sin embargo, también hizo implosión con demasiada rapidez como para tomar medidas correctivas.

En otro fin de semana desbordante de emoción, las autoridades decidieron invocar por primera vez la “excepción por riesgo sistémico” a la exigencia general de que la entidad federal que garantiza los depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés) ejecute una resolución bancaria al costo más bajo para el contribuyente. La decisión requería la aprobación de dos terceras partes de los directorios de la Reserva Federal y de la FDIC, y del Secretario del Tesoro en consulta con el Presidente de Estados Unidos. Todo esto transcurrió en las primeras horas del lunes 29 de septiembre, y así la FDIC pudo garantizar unos US\$300.000 millones en activos de Wachovia, tras lo cual Citi (en ese entonces el segundo *holding* bancario más grande de Estados Unidos) acordó respaldar su liquidez.

La excepción por riesgo sistémico se invocaría cuatro veces en total. Una de ellas fue el martes 14 de octubre, cuando la FDIC anunció un programa provisional de liquidez —quizás el arma más poderosa empleada en la crisis— que garantizaba dos cosas: todos los saldos de las cuentas de traspaso sin intereses operativas en instituciones de depósito garantizadas por la FDIC y los refinanciamientos de las deudas de esas instituciones y de sus *holdings*. Fue la única vez que se recurrió a la excepción para autorizar un mecanismo de uso general.

Gracias a esas garantías y a otras medidas afines, la situación dio un vuelco. El de Wachovia fue el último problema de liquidez grave durante la crisis. Una vez establecido el mecanismo de garantías, el ciclo retomó fallas de capital regulatorio, que rara vez eran tan repentinas y le daban a la FDIC tiempo para reunir a compradores potenciales interesados en las instituciones en vías de quiebra.

No hay duda de que la existencia de la excepción por riesgo sistémico en Estados Unidos contribuyó a evitar peores desastres en el sistema financiero internacional. Para el equipo del FMI, esta experiencia ilustró la importancia de contar con

alternativas, más allá del criterio de la resolución menos costosa. Cuando se encuentra en peligro la estabilidad financiera, el costo para el contribuyente debe contraponerse al daño que es capaz de causar un colapso sistémico.

Otorgamiento de nuevas facultades

En opinión del equipo del FMI, Estados Unidos tenía dos herramientas al comienzo de la crisis: crédito, en manos de la Reserva Federal, y resolución bancaria, en manos de la FDIC. Indudablemente, el régimen de resolución bancaria era muy superior al de los países cuyos bancos deben optar por una quiebra general, pero tenía sus limitaciones, como la ausencia de facultades para intervenir a nivel del *holding*. El FMI respaldó propuestas para establecer nuevas facultades de resolución que llegaran hasta los últimos *holdings* de (todas) las instituciones de depósito garantizadas por la FDIC, sin abandonar la exigencia de someter a las instituciones no sistémicas a la resolución menos costosa, ni el automatismo de la acción correctiva inmediata que pone en marcha una intervención.

Pero si resultó difícil calibrar los procesos de resolución bancaria, crear un nuevo mecanismo para grupos financieros grandes y complejos constituía el reto por excelencia. En este, como en otros ámbitos, la reforma legislativa estaba tomando cuerpo en Estados Unidos cuando el PESF estaba en curso. El equipo del FMI se pronunció a favor de hacer el proceso de resolución bancaria extensivo a las sociedades financieras no bancarias de importancia para la totalidad del sistema, a fin de salvaguardar la continuidad de los servicios financieros críticos en interés de la estabilidad. De hecho, todo el proceso de “resolución especial” para los grupos de importancia sistémica se pondría en marcha por obra de procedimientos jurídicos inspirados en la excepción por riesgo sistémico.

Sin embargo, el equipo advirtió que la aplicación eficaz de la nueva autoridad requeriría planificación y preparación cuidadosas. Habría que evaluar continuamente los grupos financieros en cuestión para familiarizarse con las dependencias intergrupales e intragrupalas y determinar qué actividades y subsidiarias son sistémicas y cuáles no. Eso tendría que estar respaldado por una supervisión firme para simplificar realmente las estructuras de los grupos. En una resolución especial, las actividades sistémicas se traspasarían a una “estructura puente” provisional respaldada por el gobierno, y las entidades jurídicas consideradas menos importantes quedarían libradas a sus propios medios, tal como sucede cuando un *holding* se desprende de una subsidiaria.

Muchas de las recomendaciones del FMI —en estos y en otros ámbitos— formaron parte de la extensa reforma de la regulación financiera que tomó cuerpo de ley el 21 de julio de 2010. Entre otras muchas cosas, la ley Dodd-Frank contiene una sección sin precedentes históricos sobre la resolución especial y exige fijar reglas que guíen los créditos de la Reserva Federal a instituciones no bancarias en el futuro. Es un primer paso importante: lo difícil será definir los detalles de las numerosas regulaciones que habrá que redactar para hacerla realidad. ■

Ashok Vir Bhatia es Economista Principal del Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI, y formó parte del equipo encargado del PESF de Estados Unidos.