

¿Cuál Capitalismo?

Lecciones de la crisis asiática

Investigación de Raghuram Rajan y Luigi Zingales

Hace apenas unos años, estaba de moda menospreciar la falta de visión del sistema financiero americano y la tendencia de los mercados financieros de los EE.UU. a ignorar las perspectivas corporativas a largo plazo, mientras se enfocaba en los reportes de ganancias trimestrales. Había llamadas reiteradas para que los EE.UU. adoptaran nuevas leyes que permitieran a los financistas tomar una visión en sus inversiones más larga, y moverse hacia el modelo de inversión basado en las relaciones que prevalece en Japón.

Pero es increíble lo que una o dos crisis bancarias pueden hacer a la moda popular. Ahora la tendencia es hablar de las virtudes "del Mercado", de la importancia de la competencia y del acceso a la información, y los horrores del capitalismo "de la amistad".

En una investigación reciente, los profesores de finanzas Raghuram G. Rajan y Luigi Zingales de la escuela de negocios de la Universidad de Chicago, analizan las preguntas que rodean al reciente colapso económico asiático. Específicamente, intentan responder las siguientes preguntas: ¿Por qué los sistemas financieros basados en relaciones, que habían sido acreditados de alimentar el crecimiento milagroso del sudeste Asiático, implosionaron de forma repentina? ¿Fue la reciente crisis un revés temporal a un sistema de otra manera acertado o anuncia su fallecimiento? ¿Sugiere la lenta, pero segura, escalada de los mercados públicos, incluso en Alemania, la supremacía del impersonal sistema Anglo-Americano basado en el mercado?

Sistemas basados en relaciones versus sistemas impersonales

Para contestar a estas preguntas, los autores proporcionan un bosquejo general de las características salientes de estos dos sistemas.

Un sistema financiero, dicen, tiene dos metas fundamentales: 1) dirigir recursos a las aplicaciones más productivas, y 2) asegurarse de que una porción adecuada de los retornos fluya hacia el financista. La segunda meta es crucial para la primera, porque sin la perspectiva de un retorno adecuado, los fondos no estarán disponibles para la inversión.

Los sistemas basados en relaciones aseguran un retorno a los financistas al concederles algún nivel de control y poder sobre la firma financiada. La forma más simple de poder es cuando el financista tiene propiedad en la firma, ya sea directa o indirectamente. El financista puede también servir como el único o principal prestamista, proveedor, o cliente. En todas estas formas, el financista procura asegurarse su retorno en la inversión, conservando una cierta clase de monopolio sobre la firma. Como con todo monopolio, esto requiere de algunas barreras de entrada. Estas barreras pueden deberse a regulaciones o a la falta de transparencia - la tendencia a la colusión y protección - del sistema, que levanta los costos de entrada en forma substancial a los competidores potenciales.

En contraste, en el impersonal sistema Anglo-Americano, los contratos explícitos protegen al financista. En tales sistemas, los contratos y precios asociados determinan qué transacciones ocurren. Como resultado, las relaciones institucionales importan menos y el mercado se convierte en un medio más importante para dirigir y gobernar los términos de las transacciones.

Una distinción importante entre estos dos sistemas es su distinto grado de confianza en la aplicación de la ley. Los sistemas basados en las relaciones pueden sobrevivir en los ambientes en donde las leyes están mal escritas y los contratos no se hacen cumplir. La relación es en gran medida un intento de las partes autónomas por mantener su "reputación" en honrar el espíritu de los acuerdos (a menudo en ausencia de cualquier contrato escrito), para asegurar un flujo constante de negocios futuros dentro de la misma red de firmas.

Por el contrario, la aplicación pronta e imparcial de los contratos por las cortes es esencial para la viabilidad de un sistema basado en el mercado. Más aún, puesto que es típicamente difícil escribir contratos con la abundancia de detalles necesarios para gobernar completamente transacciones, es importante que la ley preste una mano de ayuda. Bajo la ley común, la corte intenta seguir más el espíritu que la letra de un contrato, permitiendo así a los contratos ofrecer una mayor protección. Por esta razón, no es ninguna sorpresa que los sistemas basados en el mercado se encuentren en gran parte en países con una tradición de ley común, de ahí el modelo "Anglo-Americano".

Otra distinción entre los dos sistemas es la importancia relativa de la transparencia, o la capacidad de ver claramente dentro de las transacciones corporativas. Los sistemas basados en el mercado requieren de transparencia como una garantía de protección. Los autores citan las palabras de Franklin Roosevelt para comunicar este fenómeno: "se dice que la luz del sol es el mejor desinfectante; la luz eléctrica es la policía más eficaz". Por el contrario, los sistemas basados en relaciones están diseñados para desalentar la transparencia, lo que tiene el efecto de proteger las relaciones contra la amenaza de la competencia.

Un Ejemplo: Crédito

Los autores proporcionan el ejemplo de una transacción - la extensión del crédito - en cada uno de los dos sistemas. En un sistema basado en relaciones, un banco tendrá lazos cercanos con una potencial firma que pide un préstamo, quizás debido a contactos frecuentes pasados o debido a vínculos de propiedad. Al determinar las necesidades de préstamo de la firma y su capacidad de pago de interés y principal, el banco considerará no solamente la capacidad de servicio de deuda de la firma, sino también su capacidad de repago a largo plazo, y los varios niveles no-contractuales que el banco puede usar para extraer el reembolso. La tasa de interés cargada será negociada en varias ocasiones en el tiempo, y puede no tener una relación directa al riesgo intrínseco del proyecto.

En un sistema impersonal, por el contrario, la firma podrá acudir a un círculo más grande de prestamistas potenciales, ya que información financiera más extensa está disponible. El préstamo será contraído por un período específico, y el tipo de interés será competitivo y compensará al prestamista por el tiempo y riesgo.

Las limitaciones en la competencia en un sistema relacional no dan solamente poder al financista, también consolidan su incentivo a cooperar con el prestatario. Los estudios de los "keiretus" japoneses, muestran que los principales bancos fueron a la ayuda de prestatarios en problemas financieros. Por ejemplo, Sumitomo no solamente garantizó de forma efectiva las deudas de Mazda cuando ésta entro en problemas después de la primera crisis del petróleo, sino que también orquestó un rescate, en parte exhortando a los empleados dentro de su keiretsu a comprar los vehículos de Mazda. El incentivo de Sumitomo a ayudar habría sido considerablemente más débil si es que Mazda, una vez que emergiera de sus problemas, hubiera tenido la opción de entregar la mayor parte de sus negocios a otro banco.

La ausencia de la competencia y de acceso a información en un sistema basado en relaciones implica que no hay realmente señales de precio para dirigir decisiones. Contrariamente a un sistema impersonal, en donde un número de prestamistas competitivos pueden dar a una firma evaluaciones independientes de los costos de emprender un proyecto, el costo que enfrenta un prestatario en el sistema basado en relaciones es simplemente cual relación negocian el prestamista y el prestatario.

¿Pero es esto necesariamente algo malo? ¿Son siempre ineficaces las decisiones de préstamos e inversión si el costo de los fondos difiere de los costos reales? ¿No existe ninguna característica que redima a un sistema basado en relaciones? Según los autores, la respuesta a estas tres preguntas es no. En el mundo real, con todas sus imperfecciones, un costo de fondos imperfecto puede producir a veces las decisiones correctas de inversión.

Por ejemplo, consideremos el ejemplo de Mazda. En un sistema basado en relaciones, el prestamista - confidente en la fuerza de su relación con Mazda - puede ofrecer una tarifa menor a la de mercado en el corto plazo para rescatar a la compañía y luego recuperar sus pérdidas con una tarifa por sobre el mercado en el largo plazo, cuando la firma está sana y puede permitirse altos desembolsos. Es menos probable que una firma en apuros sea rescatada en un sistema competitivo e impersonal, en donde no hay garantías de los desembolsos a largo plazo para el prestamista.

Es esta clase de capacidad de compensar pérdidas a corto plazo con ganancias a largo plazo, lo que motivó a muchos economistas a defender la eficacia de sistemas basados en relaciones. Pero, según los autores, es fácil ver los problemas que pueden presentarse en tales sistemas. Quizás aún más importante, el sistema basado en relaciones, no presta mucha atención a las señales del mercado o de los precios. Y esta indiferencia para tasar señales llega a ser auto-cumplida. Si las decisiones de inversión no son motivadas por los precios, entonces los precios llegan a ser menos eficaces en proveer directrices económicas porque reflejan menos información. El mensaje de la investigación existente es que aunque las relaciones pueden aumentar o preservar valor en algunos casos - particularmente cuando los contratos son difíciles de escribir o de hacer cumplir - también tienen la desventaja de que no confían en señales del precio. La consecuencia ha sido una mala, extensa y costosa asignación recursos.

Entendiendo la Crisis Asiática

Hasta finales de los años 80, las economías del sudeste asiático estaban en su gran mayoría basadas en sistemas basados en relaciones. Al principio de la liberalización, el

volumen de oportunidades de inversión convenientes excedía en gran medida al capital disponible. Esta escasez de capital por su parte, incitó un cambio trascendental en el ambiente: a saber, la apertura de estas economías a los flujos de capital - un progreso que coincidió con el deseo creciente de los bancos y de administradores de fondos occidentales por diversificarse internacionalmente.

Pero había un problema: una inundación del capital extranjero llegó a estos países en un momento en que la infraestructura institucional no estaba desarrollada adecuadamente. En particular, el capital impersonal fue prestado a un sistema basado en relaciones que no tenía señales adecuadas de precios para utilizar la afluencia masiva de capital correctamente.

Los prestamistas extranjeros no solamente no sabían si sus fondos eran utilizados apropiadamente, tampoco tenían las salvaguardias institucionales para proteger su inversión. Por lo tanto, tomaron la segunda mejor opción; mantuvieron sus préstamos e inversiones en corto plazo de forma que pudieran retirarse ante cualquier indicación de problemas. Mientras que los países no ofrecieran salvaguardias institucionales adecuadas, el financiamiento a corto plazo era la manera más barata para estos países de obtener las grandes cantidades de capital ofertado. Ambas partes estaban felices, siempre y cuando las economías continuaran creciendo.

Pero entonces las perspectivas cambiaron. Es difícil saber si el disparador fue la depreciación del yen (llevado a la baja debido a una política monetaria suelta en Japón), políticas macroeconómicas pobres, o la realización de que el capital era mal invertido por el sistema relacional. De cualquier forma, una vez que el (impersonal) capital extranjero comenzó a huir, no hacía sentido para nadie en quedarse. Dado que el sistema basado en relaciones asegura que los problemas se repartirán a través de subsidios cruzados invisibles, y no conteniéndolos dentro de algunas "malas" instituciones específicas, hacía sentido para todos los extranjeros el retirar sus inversiones. Esto no fue necesariamente pánico, pero un movimiento racional hacia las puertas de la salida de los proveedores de capital impersonal, quienes sabían que tenían una protección inadecuada en el largo plazo, y no eran suficientemente parte del sistema de relaciones para conseguir cualquiera de los beneficios de permanecer a éste.

Los autores no descartan la posibilidad de que el peligro moral pudo haber estado detrás de algunas de las inversiones que fluyeron, o de que había un cierto pánico en la búsqueda por salidas. Con todo, los autores concluyen que mucho de lo que sucedió se puede explicar como la consecuencia de dos sistemas financieros que son esencialmente incompatibles que entraron en contacto el uno con el otro. El error, si lo hay, pudo haber estado de parte de los países del sudeste asiático, quienes subestimaron el riesgo involucrado en aceptar tales flujos de capital sin un plan claro de reforma, y en no reformar sus instituciones una vez que los flujos comenzaron.

Una implicación clara de este análisis para la política, es que un país que enfrenta la perspectiva de afluencias financieras sustanciales tiene que aceptar el riesgo de la fragilidad financiera o mejorar su infraestructura financiera antes de aceptar tales flujos. Instituciones tales como bolsas de valores y los servicios de custodia tienen que ser desarrollados, los monitores tales como agencias de calificación, auditores y autoridades de supervisión tienen que ser establecidos y fortalecidos, estándares contables y leyes de

divulgación de información tienen que ser mejorados, y las leyes de bancarrota y de contratos hechas más eficaces.

¿Hacia dónde vamos?

Dada la fuga de capital extranjero y la subsiguiente escasez de capital que enfrentan, las economías del sudeste asiático pueden parecer estar justificadas en volver a sus sistemas tradicionales basados en relaciones. ¿Pero es probable que una vuelta al viejo sistema restaure a estas economías a su fuerza anterior? ¿Y es un sistema basado en relaciones realmente una solución viable y duradera para estas economías?

Hasta el momento, el análisis de los autores, sugiere que volver a las relaciones es la mejor solución en el corto plazo. Sin embargo, hay un problema fundamental con un sistema de relaciones - su resistencia al cambio. Las prácticas ocultas y la colusión que sostienen a un sistema basado en relaciones atrincheran a jugadores actuales a expensas de nuevos entrantes potenciales. Más aún, la misma carencia de transparencia hace también difícil para las fuerzas democráticas el detectar los abusos en el sistema, permitiendo a los jugadores existentes el resistir a las reformas.

Uno de los efectos de una crisis es el crear problemas tan inmensos, que incluso el sistema de relaciones no puede ocultarlos. La evidencia de abusos puede ser un arma de gran alcance para las fuerzas democráticas y liberales al presionar por reformas. Un ejemplo es la legislación financiera que fue apurada en el congreso poco después del inicio de la gran depresión, y en 1933 y 1934. Mucha de esa legislación - incluyendo el Glass Steagall Act y el Securities Act de 1934 - ha sido atacada por los economistas como motivada políticamente y como una fuente de ineficacia en la economía de los EE.UU. Sin embargo, lo que raramente se destaca, es que tal legislación puso el marco para el sector financiero moderno de los EE.UU. La crisis de la gran depresión proporcionó una oportunidad para las fuerzas democráticas de combatir la concentración de poder en Wall Street, y la legislación que resultó de la crisis esencialmente terminó con las finanzas basadas en relaciones en los Estados Unidos. De esta forma, estas leyes pueden ser vistas como proveedoras de ímpetu para la variedad y competitividad actuales de las instituciones financieras de los EE.UU.

En el corto plazo, la crisis y la escasez de capital en el sudeste asiático, proporcionan una oportunidad para la reforma institucional. Sin embargo, en el largo plazo, se puede esperar que estas economías se muevan desde la condición actual de escasez capital a las situaciones que nuevamente pondrán a prueba la capacidad del sistema para asignar el capital. Cuando venga ese día, es más probable que el sistema impersonal sea más eficiente. Si la reciente crisis puede ser resistida, el largo plazo no tiene que ser tan largo para las economías del sudeste asiático. Más bien que reconstituir los viejos monopolios y transacciones internas, estas economías estarían bien aconsejadas de seguir el ejemplo de los EE.UU. de los años 30 y de aprovechar la crisis financiera para mejorar la transparencia y la responsabilidad de su sistema financiero.

Raghuram Rajan es profesor Joseph L. Gidwitz de finanzas en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago. Luigi Zingales es profesor de finanzas en la escuela de negocios de la universidad de Chicago.