

## Capitalismo sin riesgos

*La decisión del gobierno de Estados Unidos de garantizar los depósitos no asegurados en Silicon Valley Bank menoscaba la disciplina del libre mercado*

**Raghuram Rajan y Luigi Zingales**



CORTESIÁ DE RAGHURAM RAJAN



CORTESIÁ DE LUIGI ZINGALES

**¿ERA NECESARIO RESCATAR** a los depositantes no asegurados del quebrado Silicon Valley Bank (SVB)? El argumento es que, si bien todos sabían que los depósitos de más de USD 250.000 no estaban cubiertos por la garantía, no reponer la pérdida de los depositantes no asegurados habría sembrado el pánico en el sistema bancario. Los retiros de los grandes depositantes en otros bancos habrían comprometido la estabilidad financiera.

¡Quizá! Pero si los grandes depositantes siempre quedan protegidos en nombre de la estabilidad financiera, ¿por qué al menos no se les cobra el cargo que sí se aplica a los depósitos asegurados? Hay muchas formas de bajo costo con las que los tesoreros de las empresas pueden mitigar el riesgo de tener dinero depositado en una cuenta de transacciones en un banco. Por ejemplo, pueden mantener en una cuenta de depósito a la vista (corriente) solo el monto necesario para pagar la nómina y otras transacciones inmediatas, y transferir más efectivo tan pronto como se necesite a fondos del mercado monetario que ofrezcan liquidez. Pero son demasiadas las empresas que no practican la gestión elemental del riesgo. Según Reuters, el fabricante del dispositivo de transmisión en continuo Roku tenía más de USD 450 millones en depósitos en el SVB. Pero mientras que los accionistas del SVB lo perdieron todo y los gerentes fueron justificadamente despedidos, los grandes depositantes se beneficiaron de un capitalismo sin riesgos gracias a que el gobierno modificó las reglas para favorecerlos.

Se podría haber impuesto una quita a los grandes depositantes. Sobre la base de intervenciones anteriores de la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC, por su sigla en inglés), esto les habría costado a los depositantes no asegurados alrededor de 10% de sus saldos. Unos cuantos tesoreros de empresas habrían tenido que marcharse con el rabo entre las piernas, comprensiblemente. Y de haberse notado señales de contagio en otros bancos, el gobierno podría haber anunciado una garantía general implícita para todos los depósitos, como tuvo que hacerlo al fin y al cabo la Secretaria del Tesoro de Estados Unidos, Janet Yellen. Pero la FDIC se habría ahorrado USD 20.000 millones y habría respetado el principio de que, por lo menos, algunos de los que asumieron riesgos pagaran las consecuencias. El SVB habría sido considerado un ejemplo del capitalismo castigando

## Un gobierno que demuestra una y otra vez que está dispuesto a rescatar a los depositantes goza de poca credibilidad cuando dice que la próxima vez será diferente.

la incompetencia, y no una anomalía, que sienta un precedente que probablemente abrirá la puerta a más tentativas de capitalismo sin riesgos.

En términos más generales, conforme a lo que reveló la propia investigación de la Reserva Federal, la quiebra del SVB “fue un caso clásico de mala administración por parte del banco”. De ser así, los depósitos a la vista inestables y no asegurados pueden ser una característica del sistema, no una falla. Si están atentos, los depositantes no asegurados pueden desarticular un banco incompetente o con directivos codiciosos, ahorrando así ingentes sumas a los contribuyentes. Si quedan anestesiados porque los entes reguladores recurren al trillado argumento de que “este no es el momento de preocuparse por el riesgo moral”, los depositantes no asegurados no prestarán atención en el futuro. Un gobierno que demuestra una y otra vez que está dispuesto a rescatar a los depositantes goza de poca credibilidad cuando dice que la próxima vez será diferente.

La decisión del gobierno se tomó después de que grupos interesados ejercieran enormes presiones, incluidos muchos pedidos de auxilio de inversionistas de capital de riesgo. David Sacks, de Craft Ventures, escribió en Twitter: “Solicito a los reguladores bancarios que garanticen la integridad del sistema. En Estados Unidos los depósitos o son seguros o no lo son”. El multimillonario Bill Ackman, titán de los fondos de inversión libre también tuiteó: “Si el capital privado no puede aportar una solución”, se debe considerar un rescate público. Uno de los políticos que aplaudió el rescate fue el gobernador de California, Gavin Newsom. Tres de sus bodegas eran clientes del SVB, y un ejecutivo del SVB está en el directorio de la organización benéfica de su esposa, según *Intercept*. Las tenencias de Newsom han estado en un fideicomiso ciego desde que fue elegido gobernador en 2018.

El hecho de que las reglas del seguro del sistema puedan manipularse para favorecer a los grandes depositantes hace pensar en la contradicción intrínseca de la venerable escuela económica de Chicago que señalamos hace 20 años en nuestro libro sobre cómo salvar al capitalismo de los capitalistas (*Saving Capitalism from the Capitalists*). Por un lado, la escuela de Chicago sostiene que para que los mercados funcionen de manera libre y justa, lo más importante es la existencia de derechos de propiedad bien definidos y aplicados. Por otro lado, sostiene que cualquier tipo de regulación corre el peligro de ser suplantada

por intereses creados. Si los intereses creados pueden suplantar las regulaciones (y el informe posterior de la Reserva Federal sobre el SVB reconoce que los cambios de reglas de 2019 permitieron que bancos como el SVB operaran con menos transparencia y controles), ¿por qué no podrían desvirtuar la definición y el cumplimiento de los derechos de propiedad? ¿Por qué los poderosos inversionistas de capital de riesgo no pueden sencillamente declarar que los depósitos no asegurados están asegurados, en nombre de algún bien público más importante?

Si pueden hacerlo, entonces el capitalismo de libre empresa no es el producto inevitable de un gobierno minimalista, sino un invento político, que puede gestarse y sobrevivir solo bajo ciertas condiciones específicas. De otro modo, su tendencia natural es el amiguismo rampante o, en una versión más diluida, el capitalismo a favor de los negocios, en lugar del capitalismo a favor del mercado.

En nuestro libro nos enfocamos en el desarrollo y la sobrevivencia de los mercados financieros porque estos mercados son probablemente los más frágiles, pero el argumento es de aplicación más general. Decíamos que “los principales enemigos políticos del capitalismo no son los sindicalistas agitadores que despotrican contra el sistema, sino los ejecutivos de traje y corbata que proclaman a los cuatro vientos las virtudes de los mercados competitivos y al mismo tiempo tratan de destruirlas con cada una de sus acciones”. En lugar de crear y promover los mercados, los capitalistas sabotean el funcionamiento del mercado porque se sienten amenazados no solo por los propios mercados competitivos sino también por las instituciones que permiten el funcionamiento de los mercados. “A los que ostentan el poder económico les preocupan las instituciones sobre las que se asienta el libre mercado, porque estas tratan a las personas de manera igualitaria y desbaratan la utilidad del poder”.

Reconocíamos que “los mercados no pueden prosperar sin la mano muy visible del gobierno, que es necesaria para establecer y mantener la infraestructura en la que los participantes pueden comerciar libremente y con confianza”. Pero entonces surge la pregunta ¿quién “está interesado en inducir al gobierno a promover el mercado competitivo? Porque si bien todos se benefician colectivamente de los mejores bienes y servicios, y de la igualdad de acceso que posibilitan los mercados competitivos, nadie que se

dedique a mantener el sistema competitivo y velar por la igualdad de condiciones se hará rico. Es decir, todos tienen el incentivo de aprovechar las ventajas del mercado y dejar que alguien más defienda el sistema”.

El capitalismo de libre empresa, por tanto, no es la etapa final de un proceso determinístico de evolución. “Resulta mejor pensar que se trata de una planta delicada, que ha de ser criada protegiéndola de los ataques constantes de las hierbas malas que son los intereses creados”.

Hemos identificado cuatro condiciones necesarias para facilitar el desarrollo de esta planta delicada. En primer lugar, no deben existir empresas ya establecidas con poder excesivo. En cambio, cada empresa debe tener solo un poder moderado, de modo que necesite que el Estado desempeñe el papel de árbitro imparcial.

**Además, la competencia entre sistemas, que dejaría al descubierto las ineficiencias características del amiguismo, está cada vez más amenazada por el proteccionismo de antaño, a menudo solapado con excusas geopolíticas.**

La segunda condición es un eficaz sistema de bienestar. “Cuando hay competencia se producen quiebras. Si bien son un aspecto esencial del proceso de destrucción creativa, esas quiebras son sumamente dolorosas para los que se ven afectados. Cuanto mayor sea el costo de ajuste que se les impone, o en cuanto más personas resulten afectadas, más fuerte será la presión política a favor de la intervención”, la cual puede ser manipulada. Una forma de impedir la politización de la ayuda es contar con una red de protección explícita que ofrezca apoyo básico de forma directa a las personas afectadas. Las que deben quebrar son las empresas, no las personas.

La tercera condición es limitar el poder de las empresas establecidas, obligándolas a competir con empresas de algún otro país que no proteja a las que son ineficientes. “La forma más eficaz de reducir el poder que tienen las empresas establecidas para manipular las leyes es mantener los mercados internos abiertos a la competencia internacional”. No es casualidad que la industria bancaria sea una de las que tiene mayor influencia política, ya que no se enfrenta a una verdadera competencia internacional cuando sus operaciones están concentradas en el país.

Por último, creemos que es necesario persuadir al público de que es imperativo contar con mercados libres y competitivos. “Si el público en general constata

las ventajas del libre mercado, y comprende su fragilidad política, a los grupos que defienden intereses más estrechos les será más difícil impulsar sus planes”.

¿Por qué ha inquietado tan poco el rescate del SVB hoy en día? ¿Acaso las actuales condiciones en Estados Unidos son ahora menos propicias para los mercados competitivos que cuando escribimos el libro? En cierto modo, la desconcertante respuesta es que “sí”.

Repasemos en orden inverso las condiciones que expusimos. Tras los masivos rescates directos de los bancos durante la crisis financiera mundial que empezó en 2008, y los rescates indirectos durante la pandemia (mediante transferencias a hogares y empresas, que luego reembolsaron sus préstamos a los bancos), los rescates bancarios periódicos ahora parecen inevitables, e incluso han adquirido respetabilidad desde el punto de vista intelectual.

Además, la competencia entre sistemas, que dejaría al descubierto las ineficiencias características del amiguismo, está cada vez más amenazada por el proteccionismo de antaño, a menudo solapado con excusas geopolíticas. Si la idea es comerciar solo con países que tienen valores similares (y de paso, intereses creados similares), todos sufrirán el mismo tipo de ineficiencias, y será menor la presión derivada de la competencia a favor del cambio. En 2008, Alemania, el Reino Unido y Estados Unidos rescataron bancos uno tras otro.

Cabe decir que una de las razones por las que los países industriales se resisten a tolerar las pérdidas vinculadas a la adversidad del mercado es que temen la ira del electorado, el cual siente que las ventajas del capitalismo no se han distribuido de forma equitativa y que la competencia, sobre todo la transfronteriza, es injusta. Pero este temor ahonda las prácticas ineficientes y preserva a las empresas incompetentes; de hecho, empeora su conducta al eliminar la forma en que el libre mercado castiga los errores.

Por último, si bien el SVB era el decimosexto banco más grande de Estados Unidos, entre su clientela estaban inversionistas y empresas de capital de riesgo muy poderosas y con contactos políticos. Las autoridades antimonopolio que emplean los indicadores habituales sobre dominio del mercado no se habrían preocupado. Pero los que entienden el poder de influencia están preocupados. Hay que elaborar mejores indicadores basados en la influencia política para limitar el poder político de las empresas. **FD**

**RAGHURAM RAJAN** es profesor distinguido de Finanzas de la cátedra Katherine Dusak Miller y **LUIGI ZINGALES** es profesor distinguido de Empresas y Finanzas de la cátedra Robert C. McCormack, ambos en la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago.