

Una Introducción al Capitalismo Conducido por las Finanzas*

Finance led capitalism: An introduction

Robert Guttman**

Resumen

Se utiliza como eje central las características del concepto "Finance led capitalism" (FLC) o "capitalismo conducido por las finanzas" en la gran transformación estructural de las operaciones financieras a nivel mundial. Las crisis que se han presentado durante este periodo han sido pequeñas burbujas que han sido parte de la gran crisis actual en el seno de las finanzas. La "crisis sistémica", el "credit crunch", la fractura de los bancos comerciales y la desaparición de la banca de inversión muestran la profundidad de esta crisis. En este panorama surge el "prestamista de última instancia" como el único para manejar la crisis y en el caso de los Estados Unidos en situación privilegiada pues su moneda es parte del propio problema

Palabras Clave: Crisis Financiera, Finanzas Internacionales, Liberalización Financiera

Abstract

Throughout this article, the concept of Finance Led Capitalism (FLC) functions as a common thread in the structural transformation of global financial operations. The crises that have erupted during the period analyzed in the article have been small bubbles whose manifestations are a part of the much larger present financial crisis. The "systemic crisis", the "credit crunch", the ruin of commercial banks and the disappearance of the investment bank attest to the depth of the current crisis. In this panorama, the "lender of last resort" becomes the only mechanism to deal with the crisis, yet despite the privileged position of the United States, the country's currency is itself part of the problem.

Key Words: Financial Crises, International Financial Markets, Current Account Adjustment

Introducción

A partir de que se respondió a la crisis mundial de estanflación en los setenta y principios de los ochenta desregulando los bancos y permitiéndoles reformular la forma de operar de nuestra economía, hemos vivido en un sistema dominado por las finanzas. Lo que representa un nuevo régimen de acumulación en el sentido desarrollado por primera vez por los creadores de la escuela de la regulación francesa (Aglietta, 1976; Boyer y Saillard, 1995) el

* Título Original "Finance led capitalism: An introduction". Traducción al español a cargo de Eugenia Correa y Wesley Marshall.

** Profesor en el Departamento de Economía de la Hofstra University (NY, EUA). Correo electrónico: Robert.P.Guttman@hofstra.edu

capitalismo conducido por las finanzas (FLC)¹ ha propagado su lógica implacable de la regulación de libre mercado y la maximización del valor para los accionistas a lo largo de todos los rincones del mundo.

En el último cuarto de siglo su propagación ha ayudado a la integración de la mitad de la raza humana del planeta a nuestra economía privada de mercado, financiando una nueva revolución tecnológica y promoviendo el proceso de globalización a una rápida velocidad. A través de organizar nuevas maneras de fondear las deudas hemos sido capaces de suavizar el ciclo de los negocios y contener grandes desbalances externos entre los países, grandes logros para nuestros constantes esfuerzos de estabilización.

Pero este sistema está ahora en crisis. Es verdad, el FLC siempre había tenido la propensión a las crisis financieras en los momentos claves de su expansión territorial, cuando estuvo atrayendo economías dominadas por el Estado a la órbita de la regulación del mercado, como fue el caso de la crisis de deuda en los países en desarrollo en los años ochenta, la crisis mexicana del peso de 1994-1995, o el desorden que golpeó a los mercados emergentes – desde Tailandia hasta Argentina- a finales de los años noventa. Pero estas crisis fueron eventos pasajeros, mecanismos de re-equilibrio para la integración de aquellos países en la economía mundial. La actual crisis, sin embargo, es diferente. No solamente ha emanado del centro en lugar de golpear a la periferia, sino que ha revelado profundas fallas en la arquitectura institucional de los contratos, de los fondos y de los mercados que han creado el nuevo y desregulado sistema de finanzas. En otras palabras, estamos enfrentado una *crisis sistémica*, siempre un evento de proporciones épicas e impacto duradero. Queremos arrojar luz sobre este significativo momento.

¹ FLC, finance led- capitalism por sus siglas en inglés.

Financiarización

Regulacionistas y otros economistas heterodoxos en los últimos años han reconocido la llegada de un tipo cualitativamente nuevo de capitalismo, llamado alternativamente “capitalismo patrimonialista” (Aglietta, 1998), “régimen de acumulación financiarizado” (Boyer, 2000), o “régimen de acumulación dominado por las finanzas” (Stockhammer, 2007) No importa que nombre se le otorgue para referirse al nuevo régimen conducido por las finanzas (Tabb, 2007) Su atributo central es un proceso ampliamente referido como financiarización, lo que Epstein (2005: 3) ha definido como “...el creciente papel de las motivaciones financieras, los mercados financieros, los actores financieros y las instituciones financieras en las operaciones de las economías domésticas e internacionales”. Viendo este proceso de manera más concreta, la financiarización es un tema complejo que integra muchos aspectos diferentes.²

Maximización del valor para los accionistas

Al nivel de la empresa, la financiarización se refiere a la dominación de la maximización del valor para los accionistas como el objetivo corporativo por encima de todo. Este cambio llegó con la emergencia de diferentes tipos de fondos - fondos de pensión, fondos mutuos, más recientemente también los fondos de cobertura- los que agrupan inversores pequeños para realizar los beneficios de escala (mayor diversificación, más información, menores costos de transacción, etc.). El rápido crecimiento de estos llamados *inversionistas institucionales* en el último cuarto de siglo les ha convertido en los principales accionistas de grandes empresas por todo el mundo. Ellos frecuentemente usan sus

² Véase Foster (2007), Krippner (2005), y Palley (2007) para excelentes introducciones de los muchos significados de la financiarización.

derechos de propiedad para imponer la lógica financiera radicada en los ingresos trimestrales por acción como la medida que define el rendimiento, una lógica que va prevaleciendo en las oficinas de los consejos de administración y en las reglas de gobierno de las empresas (Aglietta y Rebérioux, 2004). Los directores corporativos, sujetos a la intensa presión del mercado, priorizan los resultados de corto plazo sobre actividades de largo plazo que serían más productivas para el crecimiento – investigación y desarrollo, la renovación de plantas y equipo, la formación y calificación de los trabajadores, el desarrollo de relaciones de largo plazo con los proveedores. Fusiones y adquisiciones son los métodos preferidos para crecer en lugar de la nueva inversión en capacidad productiva adicional. Enfrentados ahora súbitamente a un mercado mucho más activo por el control corporativo, las corporaciones con bajo rendimiento tienen que preocuparse por la rebelión de los accionistas, las compras forzadas por los competidores, las compras apalancadas por fondos de inversión privada deseando tomar el control o descuartizarlas, y presiones desde corporativos piratas con suficientes recursos. El precio de la acción es entonces la variable clave en torno a la cual los directores corporativos organizan sus acciones, apuntando frecuentes recompras de acciones, usando acciones como dinero, estirando las normas contables y manipulando los resultados financieros.

La separación de las ganancias y la inversión

La dominación del interés de los accionistas, reforzada por la popularidad de las opciones sobre acciones y los bonos de desempeño basados en la ganancia, como los más importantes componentes del sueldo de los administradores, parece ser los culpables de la lentitud del rendimiento de la inversión en relación a los altos niveles históricos de la rentabilidad corporativa de las últimas dos décadas (Stockhammer, 2004; 2006) La inversión

entraña gastos inmediatos y posposición de beneficios, en esa medida tiende a reducir las ganancias antes de impulsarlas de nuevo más tarde ...no es algo que pueda tomarse a la ligera cuando el foco principal se basa en las ganancias trimestrales. Existen, por supuesto, alternativas más baratas de comprar capacidad de producción existente en el mercado (accionario) del control corporativo a través de las fusiones o adquisiciones. Tales fusiones tienen la ventaja agregada, desde el punto de vista del sector como un todo, de evitar la expansión de la capacidad y con ello evitar los problemas de sobreproducción global, la cual es una amenaza a la luz de la extremadamente rápida industrialización de las economías de mercados emergentes de Asia, Europa del Este, América Latina y África.

El auge global de las fusiones de los años noventa y 2000s, han sido muy buenos negocios para las instituciones que están en el centro del proceso de financiarización, los *bancos de inversión*, los cuales demuestran el crecimiento en los activos financieros, más que de la inversión productiva. Y nosotros hemos visto también el gran aumento de las carteras de activos financieros de las corporaciones no financieras durante ese periodo, con ingresos financieros (intereses, dividendos y ganancias de capital) volviéndose relativamente más importantes. Parte de esta tendencia puede ser también el reflejo de un cambio de concepción en las empresas que encabezan como orquestadoras de las redes de producción global, cuya capacidad para la descentralización de la producción global depende de la recolección centralizada de los flujos de efectivo y su inversión en activos líquidos para facilitar la expansión del capital.

En la medida que esta tendencia se despliega, se puede volver crecientemente difícil entender la dinámica entera de la inversión de las corporaciones americanas o europeas, solamente mirando los datos de inversión de los países de origen.

La redistribución del ingreso

La tercera faceta de la financiarización es una extensión de la segunda, en la medida en que las ganancias relativamente altas de los años recientes han sido compartidas con un gran número de inversionistas que toman su parte del pastel. Hemos visto una firme declinación de la parte de las ganancias retenidas para la reinversión y un concomitante aumento de las ganancias pagadas por acción a los accionistas como dividendos. Los acreedores obtienen sus pagos de intereses, y los intermediarios financieros sus cuotas y comisiones. Si se suma las ganancias de capital, se puede empezar a ver que el ingreso financiero ha aumentado regularmente como parte del total, obligando a los industrialistas buscar altas ganancias a costa de una participación estancada, hasta decreciente, de los sueldos.

Esta redistribución de las porciones del ingreso funcional desde los salarios vía la ganancia industrial al ingreso financiero está unida a un cambio paralelo en la distribución personal del ingreso a favor de los más ricos entre quienes muchos de los activos financieros se concentran, así como incluso una distribución más desigual de la riqueza –una tendencia general entre las naciones más industrializadas (Power, Epstein y Abrena, 2003; Wolff, 2004). Por supuesto, la declinación de la participación de los salarios durante el último cuarto de siglo ha sido compensada por la caída de las tasas de ahorro personal y crecientes niveles de deuda del consumidor, otro aspecto importante de la dinámica de crecimiento del FLC. (Guttmann y Plihon, 2008).

Dinámica de crecimiento desigual

Diferentes análisis heterodoxos han tratado de vincular la financiarización al crecimiento económico, con la intención de

resolver cómo hacer modelos de relación entre los dos. La visión regulacionista (Boyer, 2000) analiza cómo la dominación del capital financiero ha impactado sobre las formas institucionales principales de un régimen de acumulación (es decir, la competencia, la relación salarial y la política económica). Los modelos poskeynesianos de reservas y flujos (Lavoie, 2007) o de crecimiento-distribución (Hein y Van Treeer, 2007) tratan de arrojar luz sobre el grado de incrustación macroeconómica de las variables relacionadas con las finanzas (tasas de pago de dividendos contra gastos de inversión, tasas de interés vinculadas con tipos de cambio, etc.). Los economistas agrupados alrededor de la Unión de Economistas Políticos Radicales (Tabb, 2007) analizan las finanzas como un motor del ciclo de crecimiento dentro de una aproximación de la estructura social de la acumulación, en la que de muchas maneras se acerca a la visión francesa de la regulación.

Aunque estas tres aproximaciones tienen muchos contenidos valiosos en relación con la dinámica de crecimiento del FLC, las restricciones de la modelización requieren de una medición de la financiarización típicamente muy simplificada y de fácil construcción (es decir, tasa de pago de dividendos), lo cual trata toda la complejidad de un fenómeno mucho mayor de una manera comprimida. Nosotros proponemos aquí agregar una más completa. El primer aspecto, un cambio en la forma de operar de las finanzas en las dos últimas décadas. Un segundo tema se relaciona con la globalización financiera que está rehaciendo la economía mundial en algo más que la suma de sus partes. El FLC está crucialmente determinado por ambas fuerzas.

Las nuevas cualidades de las finanzas.

Las finanzas han sido transformadas profundamente por la combinación de la desregulación, la globalización y la computarización (Guttman 1996, Plihon, 2008). Este triple

empuje ha cambiado nuestros sistemas financieros desde uno que era estrechamente controlado, nacionalmente organizado y centrado en la banca comercial (tomando depósitos, haciendo préstamos) a uno que es autoregulado, de alcance global y centrado en la banca de inversión (comercio y suscripción de títulos). La preferencia de los mercados financieros por las finanzas indirectas usando a los bancos comerciales ha sido facilitado enormemente por el surgimiento de fondos –fondos de pensión, fondos mutuos, más recientemente también los fondos de cobertura y los *private equity funds*, como los compradores claves en estos mercados.

Estos cambios estructurales en nuestro sistema de crédito han sido mucho más determinantes por la escala masiva de la innovación financiera. Innovaciones fundamentales, son las que ha hecho que el conjunto del sistema de crédito sea más flexible y que responda a las necesidades tanto de los acreedores como de los deudores, ha también fomentado las burbujas de activos, la subestimación de los riesgos, y el excesivo apalancamiento. Ahora que estas tendencias desestabilizadoras están combinadas en lo que puede sostenerse como la más seria crisis financiera desde la Gran Depresión de los años treinta, necesitamos examinar como llegamos aquí antes de que podamos responder cómo podemos seguir adelante.

La transformación de las finanzas

El régimen regulatorio de la pos-guerra sobre el dinero y los bancos, mejor caracterizado como un sistema de *dinero-crédito administrado nacionalmente* basado en bajas tasas de interés, tipos de cambio fijos, estrecha regulación de las actividades bancarias y los préstamos bancarios como el motor de la creación de dinero, se deshizo cuando su marco internacional, el sistema de Bretton Woods basado en el dólar (1945-1971) cayó en una serie de ataques especulativos en contra de un dólar sobrevaluado. Estos

ataques alcanzaron una escala sin precedente en el mercado de eurodivisas. La más importante innovación surgió a principios de los años sesenta cuando las excesivas inyecciones de dólares al mercado internacional vía el constante crecimiento de los déficits en la balanza de pagos estadounidense buscaron un nuevo circuito de absorción. Consistiendo en préstamos y depósitos en monedas clave localizadas fuera del país emisor original (por ejemplo, depósitos denominados en dólares en París, préstamos denominados en euros originados en Londres), esta red global de bancos eludía el alcance de los bancos centrales. Con la ayuda de dos redes computarizadas (SWIFT y CHIPS) el mercado de eurodivisas le fue fácil mover fondos dentro y fuera de los países y monedas como un vehículo de la especulación en divisas.³

Lo que también permitió a los bancos y a sus clientes darle la vuelta a muchas regulaciones internas como el control en Estados Unidos (EU) sobre las salidas de capital y los techos sobre las tasas de interés. A todo eso se agrega el profundo enfrentamiento después de 1969 entre la intensificación del estancamiento con inflación, una nueva forma de la crisis estructural, y los pilares del régimen de la posguerra, las bajas tasas de interés y los tipos de cambio fijos. El mercado de eurodivisas explotó esta contradicción con una espectacular fuga de dólares (marzo de 1968, julio de 1971, febrero de 1973) lo que condujo a dismantelar los tipos de cambio fijos en marzo de 1973, los dos choques petroleros atenuados por la rápida declinación del dólar (octubre 1973, marzo 1979) y finalmente el fin de la política estadounidense de bajas tasas de interés en octubre de 1979.

Todo esto ocurrió antes de la que contra-revolución conservadora de Reagan y Thatcher, la cual en los ochenta llevó la doctrina de

³ SWIFT, es responsable de la transmisión de datos entre los bancos, por la Society of Worldwide Financial Telecommunications, mientras que CHIPS es un sistema de pagos por cable para transacciones de grande sumas, conocido como Clearing House Interbank Payment System.

libre mercado a lo largo de todo el mundo para hacer las políticas de privatización y de desregulación políticamente viables en otras partes. La desregulación de los márgenes bancarios extendió desde los EU hacia la Europa continental (vía la Single European Act de 1987 y la Segunda Directiva en Banca de 1989) y hacia muchos países en desarrollo forzados a reformar sus sectores bancarios como consecuencia de la crisis de deuda de los países en desarrollo de 1982-1987, y finalmente a las economías emergentes de mercado (Rusia, los tigres Asiáticos desde Tailandia a Corea) en el curso de sus crisis monetarias y bancarias de finales de los noventa. Este proceso global incluyó una presión del FMI para la liberalización mundial de los movimientos de capital durante los ochenta y principios de los noventa (Eichengreen y Mussa, 1998), un acuerdo de “acceso recíproco” global en 1997 sobre los servicios financieros bajo los auspicios de la Organización Mundial de Comercio (OMC), y –el todavía empujado por los EU, pero con importante resistencia por todo el mundo- acuerdo multilateral de inversiones.

Los bancos estadounidenses, mientras tanto, enfrentaban un nuevo mundo de precios desregulados del dinero con fuertes inversiones en el comercio de tipos de cambio y teniendo que competir por los fondos con mayores tasas para depósitos. Dicho de manera breve, frente a la competencia de precios por primera vez desde la Gran Depresión, ellos buscaron compensar los costosos fondos a través de buscar activos de más alto rendimiento y de expandirse hacia actividades generadoras de comisiones que podrían dejarles menos expuestos a los riesgos de tasa de interés y menos dependientes de los ingresos por intereses. Esto fue de gran ayuda en esta diversificación empujada por las ambigüedades y los vacíos resultantes de una bastante caótica estructura regulatoria en EU ⁴.

⁴ Dependiendo del estatus preciso, cualquiera de los 7,500 bancos está sujeto a por lo menos dos, si no tres diferentes reguladores – incluyendo las comisiones de banca del

Las barreras establecidas desde tiempo atrás al alcance geográfico y al rango permisible de actividades fueron gradualmente removidas mientras que las autoridades financieras pasaron una década argumentando acerca de que nueva estructura dar a la industria de servicios financieros estadounidense. Ese debate se resolvió en 1999 con la aprobación del Acta de Modernización de Servicios Financieros, la que revocó las restricciones a la actividad bancaria impuestas en la época de la Depresión, la ley Glass-Steagall.

La desregulación ha permitido a los bancos expandirse hacia nuevas áreas geográficas así como ampliar el rango de sus servicios. Aunque permanecen muchos nichos para participantes especializados a lo largo del espectro completo de servicios financieros, las instituciones financieras líderes en el mundo se han vuelto, todas, enormes conglomerados con gran interés en integrar diferentes tipos de servicios, instrumentos y mercados. Típicamente ellos combinan varias funciones financieras –banca comercial, banca de inversión, administración de fondos, administración de patrimonios privados y aseguradora– bajo un mismo techo, esperando disfrutar de una escala significativa y redes económicas en el proceso. Existen quizá unos 400 más o menos de estos “hace todo” *grupos financieros* y su organización transnacional es lo que hace de las finanzas una industria verdaderamente global. Su enfoque multi-producto a las finanzas ha acelerado también una cierta convergencia entre las alguna vez diferentes estructuras financieras, en cuanto a la relativa importancia de los mercados financieros, la interacción entre los bancos y estos mercados, y el grado de concentración en la provisión de servicios de banca. (Véase Plihon et. al., 2006; Pastré et.al., 2007).

estado, la Fed, la Federal Deposit Insurance Corporation, o el Controlador de la Moneda del Departamento del Tesoro. Véase Guttman (1997, 133-188).

Además de la presencia mundial de los bancos transnacionales líderes, la globalización financiera también incluye carteras globalmente diversificadas de fondos (mutuos, pensiones y cobertura), con vínculos entre las bolsas internacionales (por ejemplo, NYSE y Euronext), la emergencia de un verdadero mercado internacional de capitales como el euromercado de títulos bonos y acciones (Cartapanis, 2004) y el fenomenal aumento de los flujos internacionales de capital que siguió a la amplia liberalización durante los noventa. Gracias a la tecnología se ha vuelto mucho más fácil organizar mercados financieros vía electrónica conectando a plataformas de comercio a una comunidad mundial de inversionistas y emisores buscando sus fondos. La era del dinero y banca electrónicos está frente a nosotros (Guttmann, 2003). El empuje de este progreso tecnológico centrado en un gran mejoramiento de la capacidad de procesar información y de comunicación en redes planetarias (el Internet, SWIFT, CHIPS, etc.), se presta a transacciones financieras y transferencias de dinero más allá de las fronteras nacionales. Dada la inherente movilidad del dinero, la presión extraterritorial de las finanzas las ha lanzado a la cabeza del amplio proceso de globalización.

Innovación financiera

La computarización de las finanzas ha mejorado dramáticamente la capacidad del sistema de innovar. En contraste con la innovación de bienes tangibles en la innovación industrial, la innovación financiera se preocupa principalmente de la instrumentación de los acuerdos contractuales, los cuales encuentran los fondos y/o las necesidades de administración de cartera de los deudores, prestatarios y de los intermediarios financieros poniendo ambos lados juntos. Esta clase de actividad es mucho más fácil de instrumentar que la innovación industrial, pero también más fácil

de copiar y está desprovista de protección de derechos de propiedad intelectual, por ello con un ciclo de vida mucho más corto. Este hecho explica el frenético ritmo de la innovación financiera así como su tendencia hacia la mayor complejidad y la elaboración de contratos a la medida del cliente, dos factores que se hace más difícil de imitar.

Otro aspecto fundamental de la innovación financiera es su relación con la regulación. Innovaciones claves de las tres últimas décadas le dieron la vuelta a las restricciones regulatorias prevalecientes, mismas que a la postre se debilitaron al punto de dejar de operar.

Tal exitosa demolición de las regulaciones existentes ocurrió desde una época tan temprana como los años sesenta, cuando los bancos estadounidenses introdujeron una serie nueva de instrumentos del mercado monetario (por ejemplo, fondos federales, papel comercial, certificados de depósito negociables, aceptaciones bancarias), mismos que ellos usaban para fondear la expansión crediticia más allá de la base de depósitos controlada por la Fed. Una vez que los llamados *pasivos prestados* estuvieron en boga fueron los depósitos en *eurodólares* los que los bancos estadounidenses usaron para ayudar a sus clientes corporativos a escapar de los techos a las tasas de interés regulados por la Fed sobre depósitos domésticos y también del control de salida de capitales⁵. Otro importante ejemplo de innovación que evade la regulación fue el uso de la titulación y de los *swaps* de *default* de crédito por los bancos para reajustar los préstamos en sus carteras en respuesta al Acuerdo de Basilea de 1988 que regula los requerimientos de capitalización, por la vía de vender los

⁵ Las corporaciones pueden simplemente depositar sus fondos en el extranjero en cuentas en el mercado del eurodólar, con rendimientos por encima de los techos impuestos por la Fed a depósitos semejantes a los del mercado interno. Los bancos podrían entonces prestar estos fondos a sus filiales externas.

préstamos de bajo riesgo y asegurar los préstamos de alto riesgo que ellos querían mantener.

Este último ejemplo subraya una relación mucho más compleja entre la innovación y la regulación, descrita por Kane (1981) precisamente llamada *dialéctica regulatoria*. El antes mencionado Acuerdo de Basilea de 1988 fue en si mismo el resultado de un esfuerzo global, bajo los auspicios del Banco Internacional de Pagos (BIS) para regular el hasta entonces no regulado mercado de eurodivisas después de que se había disparado la crisis de deuda de los países en desarrollo de 1982-1987. Y por la extensión con que los bancos usaron la titulación y los *swaps de default* de crédito para frustrar ese acuerdo, estos mismos bancos forzaron una posterior reforma, ahora conocida como Basilea II. Los bancos utilizan la innovación para socavar las regulaciones existentes solamente para llevar su nueva libertad así encontrada más lejos, creando condiciones de crisis, e invitando a una respuesta re-regulatoria.

Las más importantes innovaciones financieras en este sentido son aquellas que crearon una nueva red de intermediación financiera, misma que ha llevado al sistema de crédito más allá de los confines de la tradicional banca comercial. Hasta ahora hemos señalado cuatro de ellas, cada una teniendo un papel crucial en la emergencia del FLC.

- La introducción en los sesenta de instrumentos del mercado monetario, los llamados pasivos prestados, los cuales liberaban a los bancos para proseguir una estrategia mucho más agresiva de préstamo que la que habían tenido cuando ellos dependían de los pasivos en depósito como fuente de fondos.

- Un pasivo prestado en particular, los eurodólares, dio pie a una verdadera red supra-nacional de banca comercial más allá de la jurisdicción de algún banco central nacional
- Una tercera intermediación alternativa, ésta inicialmente en directa competencia con los bancos comerciales, alcanza la masa crítica en los años ochenta cuando los fondos mutuos y los fondos de pensión se volvieron populares vehículos del ahorro familiar, los cuales invierten en títulos. Así, los llamados *inversionistas institucionales* proveen de liquidez a muchos mercados financieros, verdaderamente impulsando su crecimiento. Los bancos enfrentaron este desafío creando sus propios fondos mutuos, tomando la administración de los fondos de pensión y ayudando al lanzamiento de los fondos de cobertura.
- Los bancos así desarrollaron otra lucrativa fuente de ingresos con la *titulación*, reempaquetando los préstamos en títulos respaldados por flujos de ingreso generados desde ese conjunto de préstamos, los cuales despegaron en los años noventa cuando los títulos respaldados por préstamos empezaron a atraer a un siempre creciente número de inversores alrededor del mundo.

Desde los préstamos a los títulos

Estas cuatro redes de intermediación alternativas contribuyeron a un cambio histórico en la forma preferida del crédito desde los préstamos hacia los títulos. Puede verse que ésta tendencia está sujeta a la propagación de los instrumentos del mercado monetario en un gigante mercado interbancario del centro del mundo económico, con la gradual extensión del mercado de eurodivisas más allá de los depósitos y préstamos hacia un completamente desarrollado, y verdaderamente internacional mercado de capitales, con inversionistas institucionales ayudando a lanzar mercados financieros en las economías emergentes, sobre todo con la

titulación de los préstamos. Se agrega a ello, el éxito de los bonos de alto rendimiento (“basura”), los cuales han dado a muchas pequeñas firmas un financiamiento alternativo al de los préstamos bancarios. Esta tendencia hacia las finanzas basadas en el mercado ha sido reforzada también por los *derivados*, como los futuros, opciones, forwards o swaps. Estos instrumentos ayudan a reducir diferentes tipos de riesgos asociados a las finanzas, aunque también sirven como instrumentos excelentes para la especulación⁶.

Los títulos se comparan favorablemente con los préstamos por varias razones, dependiendo de que lado de la transacción que consideremos. Los proveedores de ellos los prefieren porque estos instrumentos les dan una opción de salida que los préstamos no permiten. Los usuarios de fondos encuentran que son menos costosos que los préstamos, y hay mayores cantidades de dinero disponible en cualquier momento. También los pueden preferir por las reglas formales de proporcionar información asociadas con los títulos, sobre la manera informal, frecuentemente también de íntima relación con los entrometidos agentes de préstamo. Este cambio de los préstamos a los títulos como la principal forma del crédito ha sido en gran medida facilitado por el cambio paralelo de los bancos de depósito a los fondos como el principal destino de los ahorros, lo cual ha generado una enorme demanda de títulos. Ello ha beneficiado, por supuesto, también a los bancos de inversión, corredurías, agentes y subscriptores de títulos. Los bancos comerciales enfrentaron una potencialmente duradera declinación de sus funciones de intermediación financiera, pero reaccionaron a esta amenaza entrando ellos mismos al negocio de los fondos. Ellos también han tomado parte en la creación de los

⁶ Los derivados son instrumentos financieros cuyo valor cambia en respuesta a cambios en las variables subyacentes, las que están ligadas a otras variables (por ejemplo, materias primas, acciones, bonos, tasas de interés, tipos de cambio)

informales, descentralizados mercados privados de derivados *over-the-counter* (OTC) en los cuales muchos de los nuevos derivados y de los instrumentos con títulos están siendo comercializados. Esta actividad de hacer mercado les genera grandes sumas de comisiones. Finalmente, los bancos también proveen liquidez a estos mercados con préstamos a agentes, líneas de crédito de emergencia y otros fondos, todo lo cual les permite obtener ingresos adicionales por intereses.

Capital ficticio

El cambio estructural del sistema financiero aquí descrito trae a la mente una importante distinción hecha por Marx (1895/1959, cap. 25) entre el capital a interés, basado en los préstamos bancarios y el capital ficticio, aplicado a “el papel que se comercian representando derechos sobre riqueza” o a lo que nos referimos hoy en día como títulos. Marx estimó tales derechos como ficticios en virtud de que ellos no tenía contraparte en el valor de activos físicos y en lugar de ello generan sus ingresos de la capitalización de un pago anticipado, por lo cual la propiedad del título está conferida al poseedor. Marx vio en la emergencia del capital ficticio el resultado del desarrollo del sistema de crédito y del sistema de acciones. Para él, el dinero-crédito generado por el sistema bancario sin contraparte en oro era en si mismo la forma más importante de capital ficticio, porque su creación de la nada genera poder de compra sin relación con el valor de alguna producción real, consumo o activo físico subyacente.⁷ Las otras dos formas de capital ficticio que él discute eran los bonos del gobierno para financiar el gasto deficitario y las acciones intercambiadas en el mercado de valores cuya valuación (el “valor de mercado” de la empresa) no tenía relación con que el negocio o su producción estuvieran realmente valiendo la pena (en términos

⁷ Debe señalarse que Hayek (1941) el opositor político de Marx, también consideraba que el sistema de creación monetaria del sistema bancario era “capital ficticio”

de su “valor en libros” basado sobre los costos de reemplazo de la planta y equipo).

El concepto de “capital ficticio” de Marx implica por encima de todo que el valor de mercado de las demandas en papel puedan subirse sin ningún aumento paralelo en la valuación de cualquier activo tangible, con el uso de crédito, para el beneficio provechoso del comercio de esas demandas. Lo que él describe aquí importa para el comercio de títulos y otros derechos financieros para las ganancias de capital que surge de la diferencia entre el precio de compra (presumiblemente bajo) y el precio de venta (más alto). La posibilidad de inflar artificialmente los precios de los títulos para ganancias potenciales de capital proviene principalmente de factores de demanda y de oferta que están ellos mismos sujetos a la manipulación precisamente para tal propósito, incluyendo el uso del crédito para impulsar la demanda y tener intermediarios (es decir, subscriptores, comerciantes y agentes) con el control de la oferta.

Comparado con la época de Marx, hoy en día tenemos una formación infinitamente más desarrollada del capital ficticio, con gran parte del reciente cambio de los préstamos bancarios a los títulos provocando un cambio cualitativo en su desarrollo. En otras palabras, el FLC ha dado prioridad al capital ficticio, cuyos nuevos vehículos, tal como los derivados o los títulos respaldados por activos, son alejados por varios grados de cualquier actividad de la economía real creadora de valor. En esa esfera, la clave objetiva es comerciar con activos de papel rentablemente para ganancias de capital, una actividad mejor descrita como *especulación*⁸. Muchos de los recientes desarrollos en finanzas, como la titulación, el aumento exponencial en el volumen del comercio de derivados, la

⁸ La especulación ha sido analizada en varias contribuciones clásicas, especialmente Keynes (1936, cap. 12), Kaldor (1939), y Friedman (1953).

expansión de los fondos de cobertura, las masivas compras de títulos por los bancos, etc., tienen que ser entendidos desde este ángulo.

Especulación y Burbujas de Activos

Solamente tiene que echarse un vistazo a la proliferación de nuevos instrumentos financieros y al colosal incremento del volumen de su comercio para tener un sentido de que tan dominante se ha vuelto el capital ficticio en las últimas dos décadas. Mucho de ese crecimiento ha sido activado por un significativo cambio en la composición de cartera de los bancos que expanden sus préstamos para comprar títulos. Como los bancos se adueñan significativamente de más títulos, mucha de la creación de dinero va dirigida hacia los mercados financieros donde ésta impulsa los volúmenes de comercio y los precios de los activos.

Esta actividad especulativa crea gran cantidad de nuevo dinero que no se refleja en los datos del PIB (excepto para una pequeña fracción que representa el servicio relacionado con el ingreso de las instituciones financieras) de declinación de la velocidad de circulación del dinero –así como lo ha hecho persistentemente en la Unión Europea desde 1980 (Plihon, 2008, 48). Mucho de este fondeo a la actividad especulativa no se muestra tampoco en los balances financieros de los bancos, puesto que han sido movidos fuera de las hojas del balance para evitar impuestos o requerimientos de capital. Esta gran opacidad, implica una relativa disociación con el mundo “real”, y es también lo que hace a la especulación tan atractiva. Con diferencia a las restricciones de la capacidad física relacionada a la planta y al equipo, los mercados financieros están limitados solamente por la imaginación colectiva de sus usuarios, los corredores. Y mientras otros tipos de ingreso financiero tales como los intereses o los dividendos son

directamente deducidos de las ganancias industriales, las ganancias de capital no enfrentan tales restricciones cuando los precios de los activos ascienden. Y suben, en la medida en que la euforia generalizada dirige una gran cantidad de liquidez hacia estos activos y sus mercados.

El efecto apalancamiento

A la luz de su atractivo potencial de crecimiento, los bancos han construido una maquina de financiamiento de múltiples niveles que apoyan la especulación como actividad económica central. Su inyección de liquidez se extiende más allá de la compra de títulos, y apoyo al fondeo para sus inversionistas, tales como los fondos de cobertura, para que ellos puedan aumentar su capacidad de intercambio y sus tamaños de carteras de forma considerable. Muchos especuladores están dispuestos a asumir grandes cantidades de deuda para multiplicar sus ganancias, beneficiándose así del llamado *efecto apalancamiento*. Una mayor cantidad de deuda minimiza las inversiones del capital propio, permitiendo que los especuladores aumenten sus tasas de ganancias con cualquier movimiento de los precios de activos en la dirección correcta. ⁽⁸⁾ La expansión fenomenal de capital ficticio ha sido sustentada por bancos que dirigen grandes cantidades de crédito hacia compradores de activos para financiar sus intercambios especulativos con un alto grado de apalancamiento y por lo tanto a una escala creciente.

Con todo este aumento de liquidez, incrementando el número de actores especulativos y la escala de su actividad de intercambio, los mercados financieros han experimentado un fuerte crecimiento y un aumento de precios. Tal expansión fácilmente puede retroalimentarse, dado que el éxito engendra una inclinación hacia mayor toma de riesgo. El mismo éxito aumenta la capacidad de los

especuladores para prestar, muchas veces utilizando activos de mayor valor como colateral. Los regulacionistas, notablemente Aglietta (1995, 22-34) y Orléan (1999; 2004), han realizado un buen trabajo al atacar la “hipótesis de mercados eficientes” del *mainstream* y de esbozar de forma colectiva una dinámica de excesos de los mercados financieros como alternativa de lectura. Su noción de “rationalité auto-référentielle,” cercano a la metáfora de Keynes del concurso de belleza que se utiliza para captar la psicología del mercado, es particularmente útil para explicar la tendencia de los especuladores altamente apalancados, de provocar procesos de inflación de activos que se retroalimentan en mercados estratégicos – materias primas, bienes raíces, títulos financieros.

La economía de “burbuja”

En años recientes hemos visto este fenómeno desarrollarse de forma recurrente. La especulación ha sido elevada a una actividad económica fundamental, y se ha creado un sesgo en nuestra economía hacia las “burbujas de activos”, una característica del FLC de hoy. El hecho que su objeto es el capital ficticio no quiere decir que esas burbujas no tengan impactos sobre la economía “real”. Para empezar, la distinción común entre esferas “reales” y “monetarias” no tiene ningún sentido en una economía compuesta por circuitos monetarios interdependientes (en tiempo y espacio) cuyo mayor función es la acumulación de dinero como capital. Incluso abstrayéndose de ello, la mayoría de economistas conceden el impacto del llamado *efecto riqueza* por el cual elevados precios de activos suben el consumo (FRBSF, 2007). También es notable el impacto sobre la inversión de los negocios, que implica que alzas en la tasa Q de Tobin (1969), la proporción entre el valor del mercado de una firma y su valor en libros, que elevaría la disposición y habilidad de las corporaciones de incrementar sus gastos de inversión. Alzas repentinas en los precios de acciones también enriquecen mucho a la clase gerencial (mediante las

opciones sobre acciones) y ofrecen el financiamiento para fusiones y adquisiciones a través de intercambios de acciones que emplean acciones como si fueran dinero.

Cuando vemos las tres grandes burbujas de activos experimentadas por la economía estadounidense durante el último cuarto de siglo, podemos identificar las fuentes adicionales de impactos sobre el ritmo y la composición de la actividad económica en general. Cada uno surgió en el contexto de una estimulación excesiva cuando la Fed, preocupada por mayores riesgos de deflación provocados por recesiones, mantenía las tasas de interés muy bajas durante los primeros años de la recuperación. Estas burbujas fueron lanzadas hacia el futuro por las innovaciones financieras que probaron ser muy efectivas para movilizar mucho financiamiento adicional para la compra de activos en alza. En la segunda mitad de los ochenta los bonos chatarras ayudaron a financiar la ola masiva de compras hostiles realizadas por los piratas corporativos, la cual impulsó la imposición de la maximización del valor para los accionistas y la reestructuración brutal, como los pilares claves de un nuevo régimen de gobierno corporativo. A finales de los noventa la combinación de agresivas tomas de participación accionaria, ofertas publicas iniciales, y un NASDAQ revitalizado crearon una mezcla potente para el fondeo de una nueva revolución (pos) industrial centrada en el internet. Y a mediados de esta primera década las hipotecas no tradicionales y nuevos canales de titulización alimentaron el espectacular auge especulativo de los bienes raíces estadounidenses.

También hemos aprendido que lo que sube tiene que bajar, confirmando la hipótesis de inestabilidad financiera de Kindleberger (1978) y Minsky (1982; 1986) según la cual las burbujas especulativas tarde o temprano provocan crisis financieras espectaculares – el derrumbe de la bolsa estadounidense de octubre

de 1987, el colapso del NASDAQ en marzo de 2000, la desintegración de la titulización en agosto 2007. Al igual que cuando iba al alza la burbuja, la economía era muy afectada, también ésta es sacudida cada vez que va a la baja, por la retirada de posiciones especulativas que llevan a la recesión. Tal fue el caso de la quiebra de las burbujas en 90/91, 00/01, y 07/08.

Señoría global

No es ninguna sorpresa que la inclinación de FLC de crear una “economía de burbuja” ha sido más pronunciada en los EU. Aparte de la propensión cultural (la mentalidad de enriquecerse rápidamente, una actitud positiva hacia la deuda, etc.), también hay que considerar factores institucionales. Quizás la más importante de éstas es la posición privilegiada de los EU como el centro del sistema monetario internacional basado en dólares. Al tener que proveer dólares a otros países para sus pagos internacionales, los EU tiene que mantener déficits crónicos en su balance de pagos para mantener el flujo de dólares hacia el resto del mundo.

Estos déficits externos de los EU se financian automáticamente por actores no estadounidenses que utilizan los dólares como medio internacional de intercambio o como resguardo de valor. Siendo el único país del mundo que no enfrenta una restricción externa los EU puede instrumentar políticas económicas mucho más estimulantes que cualquier otro país, sin tener que preocuparse por su posición externa, el nivel de sus reservas internacionales, o el tipo de cambio – una ventaja enorme que en otros espacios he llamado “señoría global” (Guttman, 1994; Ch. 15)⁹. Esta ventaja implica que gran parte del capital financiero mundial se denomina en dólares, lo que constituye una asimetría que ayuda los EU mantener más fácilmente los mercados financieros más profundos y líquidos del mundo.

⁹ Véase también Schulmeister (2000).

Esta posición privilegiada ha impulsado a EU al papel de “locomotora” para el mundo entero desde el final de la segunda guerra mundial. Durante la fase de Bretton Woods (1945-1971) la economía de los EU servía como un estimulante global mediante la sobrevalorización de su moneda y exportaciones de capital que ayudaban al proceso en el cual las otras naciones industriales (Alemania, Japón etc.), eran estimuladas a partir de estrategias de crecimiento centrados en exportar.

Cambios dramáticos en la mezcla de políticas estadounidenses para romper la dinámica de la estanflación global (1979-82) atestiguaron cómo EU asumieron su papel de locomotora al convertirse en el “consumidor de última instancia” para el mundo. Desde 1985 EU ha registrado crecientes déficits comerciales, los cuales han sido financiados por el creciente excedente comercial del resto del mundo reciclado como exportaciones de capital hacia EU. Con un déficit comercial equivalente al 7% de su PIB, EU absorbe casi la mitad de los ahorros mundiales mientras mantiene su propia tasa de ahorro negativa¹⁰.

Dentro de este contexto, la última burbuja de activos de EU asumió un papel especial en la dinámica del crecimiento de la economía mundial. Las innovaciones financieras relacionadas a la propiedad de casas, notablemente los refinanciamientos de hipotecas y los préstamos con garantía hipotecaria permitieron que los hogares estadounidenses (69% de los cuales son dueños de sus casas) registraran ganancias de capital de los crecientes precios de los bienes raíces sin tener que vender sus casas. Los bancos de EU lanzaron sus propios títulos respaldados por hipotecas a finales de los noventa y entonces, después de 2003, encontraron una forma de re-empacar incluso las hipotecas no tradicionales más riesgosas

¹⁰ Véase Godley et al (2005), Brender & Pisani (2007), y Aglietta & Berrebi (2007) para discusiones excelentes de estos desequilibrios globales centrados en los EU.

(*subprimes*, *Alt-As*, y *piggy-backs*) como títulos de alta calidad mediante la agrupación de los títulos respaldados por hipotecas en obligaciones de deuda colateralizada. La llegada de fondos generados por estas técnicas de titulación financió un auge histórico de bienes raíces que potenció los excesos de consumo en EU y el crecimiento basado en exportaciones por todas partes.

Lecciones de una crisis sistémica

Se ha dicho mucho sobre la crisis de los “*subprimes*” y su expansión hacia un *credit crunch* global¹¹. Aquí no es el lugar para repetir cómo se ha desarrollado la crisis, excepto para reiterar que ha seguido el patrón clásico de sobreextensión basada en la euforia, un momento de inestabilidad aguda que marca un punto de inflexión, y una retirada de posiciones especulativas de pánico. Sin embargo, como siempre es el caso con las grandes crisis financieras, ésta también ha tenido sus rasgos únicos.

Particularmente alarmante ha sido la rapidez, el alcance, y la ferocidad de las rupturas, una vez que las condiciones de crisis rebasaron la rebanada relativamente pequeña del mercado hipotecario estadounidense, se sumergieron y tumbaron varios niveles de titulación inter conectados. La destrucción del sistema bancario global de sombra ha implicado que un billón de dólares de títulos respaldados por activos ya no tengan casi nada de valor del cual, los principales bancos del mundo ya han reportado minusvalías de casi \$300 mil millones.

Estas pérdidas han interrumpido severamente el funcionamiento cotidiano de los bancos en gran parte del mundo. Una crisis de tal dimensión pasa muy infrecuentemente, y hay muchas lecciones que hay que aprender de ella.

¹¹ Véase, por ejemplo, Dodd (2007), Guttman (2007), y Kregel (2007).

Una ausencia de controles efectivos y de equilibrio

Las enormes pérdidas indican que existe algo seriamente mal en la forma en que los bancos han usado (y abusado) de la liberación de las restricciones que imponía la regulación y la supervisión de las autoridades. La desregulación de los ochenta llevó a un sistema de auto regulación cuyas verificaciones y equilibrios no funcionaron efectivamente. Los altos mandos de los mayores bancos, un grupo reducido grupo, se tomaron unos a otros como referentes y se movían de posición a posición como en una puerta giratoria, empujaron una agresiva explotación de la innovación financiera y la generación de ingresos a toda costa, como el principio central de la cultura corporativa de sus instituciones. Los principales generadores de ingresos dentro del grupo financiero tenían demasiada autonomía, hacían cosas que sus superiores no entendían, y siguieron una estructura de incentivos destinada a promover los excesos. Las reglas de gobierno corporativo, las prácticas de comunicación dentro de las empresas en relación con los “muros de contención” que separan departamentos distintos, y la remuneración basada en el desempeño, todos probaron ser fallidos en cuanto a que todos contribuyeron a un mal manejo sistémico de las relaciones entre riesgo y ganancia.

Los bancos establecieron estructuras complejas de entidades de propósitos especiales y otros mecanismos de transferencia de riesgos, las cuales existieron fuera de sus balances y por lo tanto fueron invisibles a cualquier tercera parte. Ni los controles internos ni los auditores externos fueron capaces de identificar áreas problemáticas emergentes antes de que éstas empezaran a provocar grandes pérdidas. Las agencias calificadoras, tales como Standard & Poor's o Moody's, enfrentaron conflictos de interés, los cuales erosionaron su capacidad de evaluación objetiva. No solamente fueron pagadas por las empresas cuyos productos tenían que

calificar, pero también servían en muchos casos como asesores para la construcción de paquetes de préstamos titulados a los que se les otorgaría la más alta calificación. Finalmente, los controles prudenciales impuestos por los reguladores sobre los bancos, en particular en materia de supervisión, probaron ser completamente inadecuados. La mayoría de los países no solamente no cuentan con supervisores calificados, capaces de lidiar con una gama apabullante de nuevos productos financieros, pero también sufren de estructuras regulatorias rezagadas cuya separación funcional (es decir, entre la banca comercial y los mercados financieros) ya no corresponde a las realidades de grupos financieros integrados.

Es obvio que cada uno de estos controles tendrá que ser reformado para restaurar su efectividad. Gran parte de tal corrección viene de forma natural con las presiones que parecen después de la crisis, aprendiendo de errores pasados y para pensar en mejores formas de evitarlos en el futuro. Lo mismo es verdad en cuanto a cambios en la estructura y la cultura corporativa de bancos después de las enormes pérdidas que suelen provocar cambios de personal entre los altos mandos, revueltas de accionistas, y recapitalizaciones que incorporan a inversionistas potencialmente más activos (tal como los fondos soberanos o los fondos de *private equity*). Mientras los cientos de bancos seriamente afectados experimentan sus respectivos dramas de reorganización, las reformas del sistema en su conjunto inevitablemente seguirán las pautas del nuevo régimen regulatorio conocido como el *Basel II* que actualmente está siendo instrumentado bajo la dirección del Comité de supervisión Bancaria de Basel¹². Estas pautas armonizan los estándares mínimos del control de riesgo interno, las provisiones sobre pérdidas, la revelación de información, y los niveles de capitalización. Estas normas han sido complementadas por nuevas

¹² Véase BCBS (2004) para más detalles sobre este nuevo régimen de la auto-regulación supervisada, centrado alrededor de los tres pilares de gerencia de riesgo, la supervisión prudencial, y la disciplina del mercado.

reglas de contabilidad, especialmente la valuación *mark-to-market* de activos en los balances de los bancos. Conocidos como los *International Financial Reporting Standards* (IFRS), que pretenden armonizar la divulgación de información financiera en un mundo de comercio e inversión transnacional.

Dilemas de la Administración de Riesgo

Ni el Basel II ni las normas contables de los IFRS serán suficientes como guía para la reforma regulatoria. Ambas refuerzan la prociclicidad de nuestro sistema financiero (al imponer mayor reconocimiento de pérdidas y aumentos de capital justamente cuando los bancos minimizan sus actividades durante un *credit crunch*). Y cuando además cada uno de ellos tiene fallas serias en la evaluación de activos y la contabilidad de riesgos. En vez de recomendar reglas claras que todos seguirán, ambos otorgan demasiado poder al banco individual para determinar la mejor forma de asignar precios a activos y a riesgos.

La crisis ha demostrado que los banqueros tienen dificultades de evaluar los riesgos de forma adecuada. Los subestiman durante los auges empujados por la euforia del mercado, solamente para exagerarlos durante los colapsos alimentados por el pánico. El nuevo modelo de “generar y distribuir” de otorgar préstamos, convertirlos en títulos, y venderlos, invita a que los bancos piensen erróneamente que este mecanismo de transferir riesgos a otros equivale a la eliminación completa de riesgos. Más bien, la titulación nada más transforma un riesgo crediticio a una combinación de riesgos de mercado y de contrapartes. La subestimación de los bancos sobre sus riesgos ha empeorado la mal entendida naturaleza de sus instrumentos complejos así como por la opacidad de su negociación. Aquí necesitamos enfocar en particular las entidades de propósitos especiales (SIE, por sus

siglas en inglés) que fueron creados fuera del balance de los bancos (es decir, vehículos estructurados de inversión, obligaciones de deuda colateralizada) que no solamente produjeron ingresos para los bancos, pero también, como resultado, incurrieron en costosos “pasivos contingentes” para ellos.

Aunque los bancos han movilizadado grandes cantidades de recursos para desarrollar sus propios modelos para medir el riesgo y, en el espíritu de Basel II, son utilizándose para calcular niveles apropiados de capitalización, tengo serias dudas de su fiabilidad. Existen limitaciones inherentes en los intentos de transformar la incertidumbre radical, con su imprevisibilidad inherente, en riesgos medibles que se basan en un rango promedio de escenarios posibles ajustados por sus probabilidades respectivas. No ayuda que los modelos, hasta los más avanzados, tienden a ver los distintos riesgos de forma individual, como si todos fueran separados, cuando en realidad se combinan y están conectados de manera que se retroalimentan durante una crisis.

Los riesgos crediticios alimentan los riesgos de mercado, los cuales a su vez crean elevados riesgos de contraparte, por ejemplo. Y en las condiciones caóticas de una crisis, un riesgo puede convertirse en otro. Riesgos de liquidez pueden volverse riesgos de solvencia rápidamente; los riesgos operacionales de hoy se convierten mañana en los riesgos legales o de reputación , etc.

La incapacidad de los modelos de riesgo de anticipar tales combinaciones y transformaciones deja espacio para una gran cantidad de eventos afuera del escenario de una distribución normal, capturada en los modelos de riesgos, para los cuales los banqueros y sus reguladores no están preparados. Mucho menos para el riesgo sistémico de un desmoronamiento de la normalidad en todo el sistema. Esta limitación hace necesaria un acercamiento macro prudencial a la regulación bancaria, en el cual los bancos

centrales compilen los datos de los bancos acerca de las fuentes y usos de fondos para determinar la dinámica del ciclo crediticio en el interés de mantener la estabilidad financiera. La idea aquí es contrarrestar cualquier tendencia hacia el exceso antes de que alimente una burbuja insostenible. Los bancos centrales deben fijar señales tempranas de precaución que pongan en marcha restricciones (es decir, requerimientos de márgenes, controles de crédito) suficientemente antes. De otra manera, iremos por el camino del desequilibrio cada vez menos tolerable entre la privatización de ganancias y la socialización de las pérdidas, en el cual unos pocos cosechan enormes beneficios de sus éxitos, pero obligan a todos los demás pagar por sus errores.

Mercados Frágiles

Quizás el aspecto más específico de esta crisis ha sido el colapso simultáneo de varios mercados financieros. Éstos fueron en cada instancia mercados privados (*over-the-counter OTC*), organizados por un número relativamente pequeño de instituciones negociando entre sí con tratos bilaterales. En la ausencia de reglas claramente establecidas, estos mercados más o menos informales dependen en gran medida de la confianza, tanto entre las instituciones que hacen el mercado con sus negociaciones entre ellas, como entre ellas y sus clientes que finalmente se quedan con los títulos. Pero la misma informalidad de los mercados OTC también hace que esta confianza sea vulnerable a choques.

Los bancos emisores crean los mercados OTC con la compra inicial entre ellos de algunos nuevos títulos, utilizando sus modelos para valorar el producto y acordando un precio, el cual sirve para la base de la distribución subsiguiente de la emisión entera a sus clientes inversionistas. Cuando un inesperado comportamiento característico del producto, pone en duda el anticipado plan de

riesgo-ganancia, los mercados OTC carecen de un mecanismo de intercambio público para establecer un nuevo precio, colectivamente elaborado, que refleje la información preocupante. Al dudar de los valores del otro, los bancos pueden carecer de la cohesión necesaria para un nuevo consenso de precios entre ellos.

En este momento, cuando no hay más recuperación de precios, se suspende el intercambio. Eso es exactamente lo que sucedió en los mercados de títulos respaldados por hipotecas que no pertenecían a Fannie Mae y Freddie Mac, de las obligaciones de deuda colateralizada, y del papel comercial respaldado por activos. Su parálisis colectiva extendió la falta de confianza entre los bancos hacia el mercado interbancario, cuya interrupción recurrente ha dañando severamente las posibilidades de crecimiento para la economía global entera.

Otras recientes innovaciones han experimentado gran tensión durante la crisis actual –los vehículos estructurados de inversión, las aseguradoras de bonos *monoline*, los *credit default swaps*, los fondos de cobertura, los *auction-rate securities*, y otros. Cualquiera de ellos todavía puede desmoronarse bajo presión, una posibilidad particularmente probable para cualquiera de los varios productos de seguro contra cese de pagos una vez que la recesión provoque más casos de cese de pago y rebajas de calificaciones de crédito. Y tales rupturas pueden agravar aun más la pérdida de confianza e ingreso.

A la luz de tales tensiones adicionales tenemos que ser cuidadosos con el continuo proceso de des-apalancamiento y la nueva asignación de precios del riesgo no se deteriore en una venta de pánico de activos mientras los mercados caen agudamente, lo cual, en turno, podría provocar un sostenido espiral de deflación de deuda en la dirección de una depresión generalizada.

Las extensiones del Prestamista de Última Instancia

Los bancos centrales se han expuesto a críticas por sus intervenciones extensivas desde el desencadenamiento de la crisis a principios de agosto de 2007. La Fed, por ejemplo, ha sido duramente criticada en dos áreas. Sus agresivas disminuciones de las tasas de interés, levantan el miedo de renovados procesos de burbujas de activos o inflación. Al tiempo que el rescate de Bear Stearns alimentar los problemas de riesgo moral provocados por la excesiva toma de riesgos por parte de los bancos que saben que serán rescatados cuando quiebren. Además de estas críticas, en mi opinión, los bancos centrales se han mostrado bastante capaces en el manejo de la crisis hasta ahora – particularmente después del mal manejo del Banco de Inglaterra respecto a la corrida bancaria sobre Northern Rock, el quinto prestatario más grande de Inglaterra en septiembre de 2007 que nos recordó de la necesidad de la administración de la crisis durante un pánico.

Enfrentando las recurrentes interrupciones del mercado interbancario y las correspondientes alzas de las tasas cruciales del mercado de dinero (LIBOR, EURIBOR, etc.), la Fed, el BCE, y otros principales bancos centrales han estado obligados a introducir una variedad de nuevos mecanismos capaces de proveer inyecciones de liquidez sostenidas en escala masiva. Hacia tal objetivo han organizado subastas de dinero de forma regular y han proveído reservas uno al otro con la activación de acuerdos de *swaps* de largo plazo. De forma más general, han renovado sus facilidades de préstamo, en gran parte al permitir una mayor variedad de activos bancarios para su uso como colateral. Las iniciativas de la Fed en esta dirección durante diciembre de 2007 y marzo de 2008 han sido los primeros pasos hacia el rescate de bancos mediante la compra de sus títulos respaldados por activos a un descuento, quitando así de forma permanente los activos

dañados del balance y limitar relativamente las pérdidas. De forma similar, la Fed está presionando a los bancos para renegociar las hipotecas existentes a montos de préstamos (principal) menores (en línea con el descenso en el valor del colateral) como una alternativa menos costosa que los desalojos de los deudores hipotecarios. Al mismo tiempo el gobierno estadounidense ha expandido dramáticamente las capacidades de préstamo de los *Federal Home Loan Banks* para contrarrestar el *credit crunch* entre los prestatarios de hipotecas comerciales. Quizás lo más significativo es que la Fed extendió asistencia de emergencia a los bancos de inversión, una extensión reiterada por el rescate de Bear Stearns arreglado por la Fed.

Se puede desarrollar aún más el análisis del tema sobre las extensiones de protección, y cómo debería ser acompañada de una mayor regulación de las instituciones financieras relevantes, particularmente los bancos de inversión. Obviamente hay una necesidad de ciertas reglas que todos tienen que seguir. Las normas de capital ajustado por el riesgo, BCBS (Basilea I tasa Cooke, Basilea II tasa McDonough).

La proporción de Cooke de Basel I, la proporción de McDonough de Basel II) son un buen comienzo, pero tienen que ser extendidas para incluir reglas acerca de niveles permitidos de apalancamiento, pruebas de tensión de nuevos mercados, estructuras de incentivos dentro de los bancos, y un gobierno corporativo que refleje las responsabilidades fiduciarias especiales de las instituciones financieras. También tiene que haber mucho más supervisión cercana y continúa de los actores estratégicos por reguladores capaces, aparejado con una transparencia mucho mayor y estándares de revelación de información. Tal mezcla regulatoria, si esta cuidadosamente diseñada y aplicada de forma significativa, no tiene que disminuir la vitalidad de FLC, pero podría evitar sus peores excesos.

Policentrismo Emergente

Otra víctima adicional de la crisis actual bien puede ser el estatus internacional del dólar estadounidense. La crisis está destinada a acelerar el declive de la divisa estadounidense – tanto en su valor como en su porción del mercado. Tal desarrollo es desestabilizador, como puede verse en su impacto sobre los precios globales de las materias primas. La erosión de la posición del dólar como un medio de intercambio internacional también puede hacer más difícil, en el largo plazo, que los EU financie sus déficits gemelas con el ahorro global, y hasta que se financie su deuda externa de más de 3 billones de dólares.

Uno de los desafíos por adelante se relaciona con la necesidad de prepararse para la emergente economía mundial policéntrica, compuesta de zonas regionales aproximadamente iguales para el dólar, el euro, y el yuan/yen ¹³. No contamos con las instituciones multilaterales de gobierno global para realizar la necesaria coordinación entre bloques de poder en competencia. En su ausencia, tensiones entre la centralización financiera y la fragmentación monetaria, endémicas a un sistema así, pueden llegar a dominar la próxima larga onda en la evolución del FLC. Las fianzas son demasiado importantes e inestables para que se les deje a los banqueros.

¹³ En este sentido tenemos que prestar atención a los planes de crear una unión monetaria entre los países del Consejo de Cooperación del Golfo (Bahrain, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Unidos Árabes, y posiblemente Yemen, también. También los pasos siguientes de la iniciativa Chiang Mai de los países del ASEAN del sureste de Asia más China, Japón, y Corea del Sur.

Bibliografía

Aglietta, M. (1976). *Régulation et crises du capitalisme*. Paris: Calmann-Levy.

Aglietta, M. (1995). *Macroéconomie financière*. Repères No. 165, La Découverte: Paris.

Aglietta, M. (1998). *Le Capitalisme de demain*. Fondation Saint-Simon: Paris.

Aglietta, M. & Berriba, L. (2007). *Désordres dans le Capitalisme Mondial*. Odile Jacob: Paris.

Aglietta, M. & Rebérioux, A. (2004). *Dérives du capitalisme financier*. Albin Michel: Paris.

BCBS (2004). *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*. Bank for International Settlements: Basel, Switzerland (www.bis.org/publ/bcbs107.htm).

Boyer, R. (2000). Is a finance led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society* **29**(1): 111-145.

Boyer, R. & Saillard, Y. (1995). *Théorie de la Régulation: L'État des Saviors*. La Découverte: Paris.

Brender, A. & Pisani, F. (2007). *Les Déséquilibres Financiers Internationaux*, Repères No. 491, La Découverte: Paris.

Cartapanis, A. (2004). *Les marchés financiers internationaux*,

Repères No. 396, La Découverte: Paris.

Dodd, R. (2007). Subprimes: Tentacles of a Crisis. *Finance and Development* 44(4), IMF: Washington, DC (www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/12/dodd.htm)

Eichengreen, B. & Mussa, M. (1998). Capital Account Liberalization and the IMF, *Finance and Development*. (35)4: 16-19.

Epstein. G. (2005). *Financialization and the World Economy*. Edgar Elgar: Northampton, MA.

Federal Reserve Bank of San Francisco (2007). Disentangling the Wealth Effect: Some International Evidence. *FRBSF Economic Research and Data*, 2007-2. (www.frbsf.org/publications/economics/letter/2007/el2007-02.html).

Foster, J. (2007). The Financialization of Capitalism. *Monthly Review* 58(11): 1-14.

Friedman, M. (1953). The Case for Flexible Exchange Rates. En *ibid.*, *Essays in Positive Economics*, Chicago University Press: Chicago, IL.

Godley, W. et al. (2005). The United States and Her Creditors: Can the Symbiosis Last? *Strategic Analysis* 2005-09, Levy Institute: Annandale-upon-Hudson, NY.

Guttman, R. (1996). La transformation du capital financier. In F. Chesnais (ed.), *La mondialisation financière: Genèse, coût et enjeux*. Syros: Paris, 59-96.

Guttman, R. (1997). *Reforming Money and Finance: Toward a New Monetary Regime*. M.E. Sharpe: Armonk, NY.

Guttman, R. (2003). *Cybercash: The Coming Era of Electronic Money*. Palgrave: London, UK.

Guttman, R. (2007). The Collapse of Securitization: From Subprimes to Global Credit Crunch. *Lettre du CEPN* No.2, (www.univ-paris13.fr/CEPN/lettre_cep_n_02.pdf).

Guttman, R. & Plihon, D. (2008). Consumer Debt at the Center of Finance-Led Capitalism. Ponencia presentada en CEPN/SCEPA Conference “Globalization and Inequality: Are Growth Regimes in Open Economies Bound to be Biased? A Comparative Analysis of the US and Europe in the 2000s.” Université Paris 13, 17-18/01/2008 (www.univ-paris13.fr/CEPN/col_guttman_plihon_1.pdf).

Hayek, F. (1941). *The Pure Theory of Capital*. Chicago University Press: Chicago, IL.

Hein, E. & Van Treeck, T, (2007). ‘Financialisation’ in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth. Ponencia presentada en la conferencia “Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector,” Hans Boeckler Stiftung, Berlin, 27/10/07 (www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_07_2007.pdf).

Kaldor, N. (1939). Speculation and Economic Stability. *Review of Economic Studies* 7(1), 1- 27.

Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan: London.

Kindleberger, C. (1978). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. John Wiley & Sons: New York.

Kregel, J. (2008). Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market. *Public Policy Brief* No.3. Levy Institute: Annandale-on-Hudson, NY.

Krippner, G. (2005). The financialization of the American economy, *Socio-Economic Review*, **3**(2): 173-208.

Lavoie, M. (2007). Financialisation Issues in a Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Model. Ponencia presentada en la conferencia "Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector," Hans Boeckler Stiftung, Berlin, October 26-27, 2007 (www.uvm.edu/~econ/keynesian_conf/Lavoie%20Paper.pdf).

Marx, K. (1895/1959). *Capital*, Vol. III. International Publishers: New York.

Minsky, H. (1982). *Can 'It' Happen Again?* M.E. Sharpe: Armonk, NY.

Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press: New Haven, CT.

Orléan, A. (1999). *La Pouvoir de la Finance*. Odile Jacob: Paris

Orléan, A. (2004). "Efficience, finance comportementale et convention: une synthèse théorique," en R. Boyer, M. Dehove y D. Plihon, *Les crises financières*, La Documentation Française: Paris, Complément A, pp. 241-270.

Palley, T. (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters. *Working Papers*, No. 525. Levy Institute: Annandale-on-Hudson, NY.

Pastré, O. et al. (eds.) (2007). *The New Banking Economics*. Edgar Elgar: Cheltenham, UK.

Plihon, D., Couppey, J. & Saïdane, D. (2006). *Les banques, acteurs de la globalisation financière*. La Documentation Française: Paris.

Plihon, D. (2008). *La monnaie et ses mecanismes*. 5^{ème} edition, Repères No. 295, La Decouverte: Paris.

Power, D., Epstein, G. & Abrena, M. (2003). Trends in the Rentier Income Share in OECD Countries, 1960-2000. *PERI Working Papers*, No. 58, Political Economy Research Institute: Amherst, MA.

Schulmeister, S. (2000). Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and world currency, *Journal of Post Keynesian Economics*, **22**(3): 365-395.

Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation,. *Cambridge Journal of Economics*, **28**(5): 719-741.

Stockhammer, E. (2006). Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle. *Journal of Post Keynesian Economics*, **28**(2): 193-215.

Stockhammer, E. (2007). "Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime." Ponencia presentada en

CEPN Seminar, MSH Paris-Nord, 4 April 2008 (www.univ-paris13.fr/CEPN/texte_stockhammer_040408.pdf).

Tabb, W. (2007). The Centrality of Finance. *Journal of World-Systems Research*, **13**(1): 1-11.

Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money Credit and Banking*, **1**(1): 15-29.

Wolff, E. (ed.) (2004). *International Perspectives on Household Wealth*. Edgar Elgar: Cheltenham, UK.

Fecha de recibido: julio 2008

Fecha de aprobación: octubre 2008