

Nueva arquitectura financiera global.

Una exigencia impuesta por la crisis

Marcia Luz Solorza Luna*

Introducción

La liberalización del mercado de capital inició en la década de 1950, con la apertura del euromercado cuando la República Popular China, la URSS y Checoslovaquia –entre otros países del bloque socialista–, depositaron sus dólares en bancos domiciliados fuera de Estados Unidos (EU), principalmente en Inglaterra –primer centro de operaciones bancarias *offshore*–.¹ Su expansión se vivió a partir de 1970 tras el colapso de Bretton Woods,² la privatización del riesgo de cambio extranjero –las tasas de cambio flotantes de las divisas implicaban costos para el sector empresarial– y el reciclaje de los petrodólares.³ Este proceso de abandono de las paridades fijas que permitió cambiar depósitos, préstamos e inversiones de una moneda a otra evidenció que los controles financieros nacionales podían ser evadidos.

En la década de los ochenta, se crearon los mercados de eurobonos y las autoridades monetarias nacionales eliminaron los topes a las tasas de interés, las restricciones a los préstamos y a las carteras de valores, además de los requisitos de reservas y liquidez. A partir de entonces se liberó la oferta del mercado de capitales, y el sector privado podía realizar abiertamente operaciones de arbitraje, obtener altas ganancias, etcétera. Los problemas en los años posteriores, 1990-2000 en que se crearon títulos globales, vendrían del lado de la demanda de activos financieros, de la compra-venta de títulos, en cuanto los bancos centrales, utilizaron este instrumento para influir en las tasas de interés reales de corto plazo, mismas que se tornaron más altas y volátiles, BIS (2004).

* Profesora de la Facultad de Economía, UNAM.

¹ Posteriormente se denominó eurodólares a todos los depósitos denominados en dólares que no se hicieron en Estados Unidos. Esta fue una de las formas en que los bancos comerciales utilizaron sus excesos de reservas. Los títulos de depósitos en eurodivisas ascendieron a 500 mil millones de dólares en 1980.

² En el período comprendido de 1944 a 1971 bajo el sistema Bretton Woods los países del mundo occidental mantuvieron tipos de cambio fijos, esto significó que el riesgo de cambio extranjero fuera asumido por el sector público. No obstante, en la década de los sesenta la creciente internacionalización de los flujos de capital y la presión sobre la paridad dólar-oro contribuyeron al desplome de Bretton Woods e impulsaron la privatización del riesgo cambiario.

³ Entre 1973 y 1974, después del primer *shock* petrolero, los superávits comerciales de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) fueron convertidos en eurodepósitos, mismos que utilizaron los bancos de los países desarrollados para respaldar los préstamos realizados a países en vías de desarrollo, en su mayoría de América Latina.

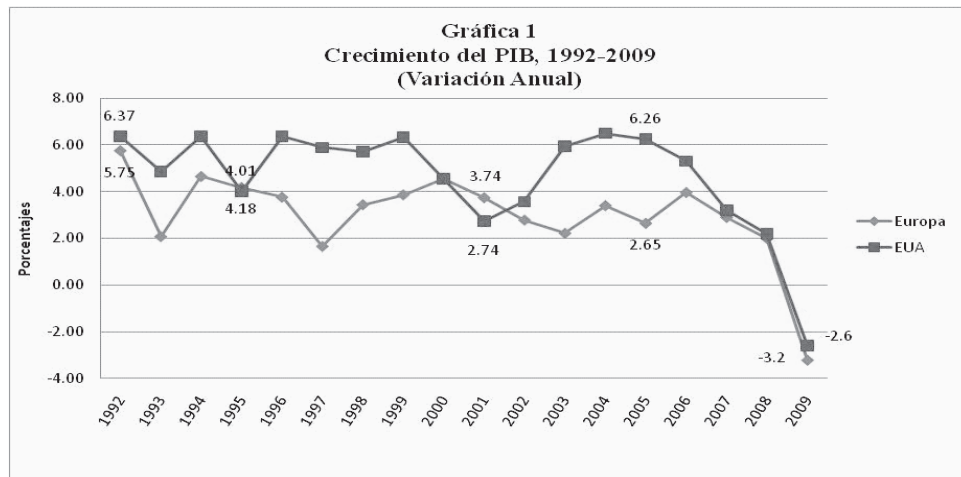
Así, se incentivó la desregulación y liberalización financiera, la compra-venta de divisas extranjeras (pasó de un promedio diario de 10 a 20 mil millones de dólares en 1973 a 1 260 mil millones de dólares en 1995) y, el crecimiento en el volumen del flujo internacional de capital ficticio. Entre 1983 y 1993 la compra-venta inter-fronteras de bonos del Tesoro de EU ascendió de 30 a 500 mil millones de dólares, mientras que el total de títulos negociados inter-fronteras alcanzó los 2. 5 mil millones de dólares en la década de 1990. Las compras de los bonos y los títulos entre extranjeros y residentes de EU, pasó de 3% del PIB de EU en 1970 a 9% en 1980 y, a 135% en 1993. Esta expansión del mercado de bonos del Tesoro le permitió a EU financiar su déficit comercial en los ochenta, Eatwell, John y Taylor, Lance (2005, p. 18).

Los años noventa se caracterizaron por el ensanchamiento de los mercados de capital –incluidos los de los países emergentes–, del crédito y de la compra-venta de títulos extranjeros, lo cual significó el flujo de grandes volúmenes de capital altamente líquido y de un fuerte desarrollo de instrumentos financieros que no fueron sometidos a la supervisión y control de alguna autoridad monetaria. Esto permitió la proliferación de los “paraísos fiscales”, de los mercados secundarios *over-the-counter* (mostrados) donde los inversionistas, incluidas empresas no financieras, efectúan operaciones fuera de balance, contratos contingentes complejos porque se basan en un derecho contingente que es un activo cuyo pago futuro depende del resultado de un evento incierto, Tzvi, Bodie y Merto, Robert, C. (1999 p. 384) difícil de monitorear y regular. Por consiguiente, no se asumen los costos del riesgo sistémico generado.

Este trabajo se divide en tres apartados: en el primero se estudian las causas que originaron la primera crisis de dimensiones globales, en el segundo se presentan algunos de los fundamentos del “plan de regulación de mercado” propuesto por organismos internacionales en los ochenta y noventa con el fin de tomarlos como base al tratar de realizar un diagnóstico de sus principales problemas estructurales y proponer algunos elementos a discusión en una revisión de la Nueva Arquitectura Financiera Internacional (NAFI) que lleve a una “política de regulación consistente” con el fin de reducir el riesgo sistémico buscando atenuar la inestabilidad financiera. Finalmente se presentan las conclusiones destacando las características del patrón de flujos de capital de los últimos treinta años, y se plantea la necesidad imperiosa de una nueva regulación financiera internacional.

Consecuencias de la liberalización y desregulación financiera

La desregulación y liberalización financiera impulsaron una vasta financiarización⁴ de las economías, así como grandes y profundas transformaciones en los sistemas bancario y financiero a través de la innovación de instrumentos y servicios financieros y la intervención de nuevos participantes. El traslado de capitales de la producción hacia las finanzas ocasionó a nivel de la economía global que las tasas de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) tuvieran un comportamiento errático como se muestra en la gráfica 1, y en el ámbito empresarial, se modificó la estructura de las empresas, por ejemplo, en los grandes conglomerados el gobierno corporativo empezó a desplazar a la forma tradicional de organización (Solorza 2009, p. 46). Igualmente, la desregulación bancaria generó cambios en la libertad de los bancos para operar y, agudizó la competencia entre intermediarios financieros bancarios y no bancarios. Los oligopolios bancarios se fortalecieron, y los intermediarios financieros no bancarios *-non bank Banks-* se consolidaron. Estos cambios alteraron la dinámica y naturaleza del capitalismo tornándolo más inestable debido a la expansión irresponsable del crédito y a la inflación financiera.⁵



Fuente: elaboración propia con datos de U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/methodology/annual_accounts.

⁴ Siguiendo a Salama (2006) y Toporowski (2008), se entiende por *financiarización* al desplazamiento de capital de la esfera productiva hacia los mercados financieros, lo cual trajo consigo un importante desmantelamiento de la producción.

⁵ La inflación financiera se refiere al incremento del valor real de los bienes y de los activos financieros (letras, bonos, acciones, opciones, derivados, etcétera, todos los títulos que el emisor utiliza para financiarse).

Las primeras crisis en el ámbito financiero global, durante la década de los noventa, fueron las de México, 1994-1995; Asia, 1997; Rusia 1998, Brasil 1999 y, la crisis de Argentina, 2001-2002. Éstas mostraron que la evolución de los mercados financieros bajo un proceso de desregulación iniciado en los años setenta adoptó una forma de ciclos financieros alimentados por la innovación estimuladora de *boom* financieros que concluían en crisis. Por tanto, obligaron a una revisión de las instituciones y prácticas básicas del sistema financiero internacional.

El debate sobre la necesidad de transformar la organización institucional financiera mundial se conoce como Nueva Arquitectura Financiera Internacional (NAFI), la cual se construyó con las propuestas hechas por las instituciones financieras internacionales (Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco de Pagos Internacionales) y en foros políticos y académicos.

Las propuestas de los organismos internacionales que buscaron construir una NAFI se orientaron hacia medidas de prevención y gestión de las crisis financieras, así como lograr una estandarización de las normas contables, un manejo más transparente de la información, la administración del riesgo y la aplicación de “buenas conductas” fiscales, monetarias y financieras.

La NAFI buscó mantener una supervisión prudencial bancaria y fortalecer los sectores financieros de los países subdesarrollados considerados como “generadores persistentes de inestabilidad e incertidumbre”, por tanto, no significó cambios profundos en la regulación de los mercados y políticas financieras de los países desarrollados. Por el contrario, las instituciones financieras internacionales –responsabilizaron a los países subdesarrollados de la estabilidad financiera mundial– no impulsaron una administración ordenada del “riesgo sistémico” (véase Correa, 2002) permitiendo así el ensanchamiento de los mercados financieros y que las crisis financieras sean más amenazantes para la sociedad porque la intervención gubernamental no es suficiente para contenerlas.

Las instituciones y las prácticas que envuelve la NAFI son: Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Banco de Pagos Internacionales (BPI), Instituto de Finanzas Internacionales (IFI), Grupo de los Siete (G-7), etcétera, han sido insuficientes para regular un mercado financiero dominado por un sistema integrado globalmente por conglomerados que impusieron una competencia oligopólica a nivel mundial, la cual trascendió el poder económico y del gobierno en un número importante de países en desarrollo.

Crisis actual, evidencia de la necesidad de una regulación financiera

En la década de los noventa en EU, gracias a las favorables condiciones demográficas, laborales y socio-políticas que permitieron su resurgimiento económico, la demanda por vivienda desencadenó un auge de construcción de viviendas (*housing boom*) que a su vez se tradujo en un auge de créditos hipotecarios (*mortgage boom*). Esta expansión de crédito aceleró la innovación en los mercados financieros, iniciada en el último cuarto del siglo XX con la revolución informática (Pérez, 2004) y la titularización (*securitización*) de los préstamos, transformación de activos ilíquidos en valores a través de la ingeniería financiera, al convertir los fondos de inversión en bienes inmuebles o bienes raíces. Así se ofrecieron a los inversionistas atractivos rendimientos sobre *Mortgage-Backed Securities* (MBS) que son activos respaldados por valores que a su vez están asegurados por un conjunto de hipotecas.

El gobierno de EU, a la vez que consintió el proceso de securitización, lo alimentó al reducir los impuestos y subsidiar a quienes adquirieran hipotecas al comprar casas, y además les garantizó una oferta futura de fondos a través de dos instituciones cuasi-estatales especializadas en préstamos hipotecarios Fannie Mae y Freddie Mac, las cuales por el monto total de sus activos (5.2 billones de dólares) eran consideradas la número dos y tres respectivamente en la lista de prestamistas de largo plazo, y contralaban aproximadamente 50% del mercado hipotecario de ese país. Dichos bancos fueron los pioneros en usar nuevas técnicas para incrementar su capacidad de financiamiento (fondeo), formaron *pools* hipotecarios –conjuntaron hipotecas– y sobre ellos emitieron bonos que obviamente significarían rendimientos a sus adquirientes.

No obstante, los bancos al revender los créditos hipotecarios proveían nuevos servicios de intermediación con lo cual aumentaban sus ingresos, transferían el riesgo por incumplimiento y recuperaban de forma más rápida fondos para realizar nuevos préstamos. De esta manera incrementaban más que ficticiamente la oferta de fondos, y reproducían las ansias de los inversionistas por obtener atractivos rendimientos vía nuevos instrumentos financieros. Según Guttman (2007), a finales de los noventa en EU, se incrementó la capacidad y demanda crediticia por parte de los propietarios de inmuebles debido a que los precios de las casas aumentaron, fue posible refinanciar hipotecas contratadas años atrás, y por una mayor oferta de *home-equity loans*.

Este auge hipotecario empezó a presentar sus límites a finales de 2004, cuando creó una burbuja financiera, relativamente controlada por los bancos a inicios de 2006, al recurrir a una acelerada innovación que consistió en incorporar al sector crediticio a prestatarios quienes normalmente no calificarían *piggy-backs* –sujetos sin capacidad de pago–, y sostener la oferta de préstamos a personas con historiales crediticios no favorables. Esta dinámica tuvo varias implicaciones: 1) que los prestatarios contrataran otros préstamos para cubrir los pagos del primer crédito para lo cual los *Alt-A mortgages* les ofrecieron fondos a altas tasas de interés por contar con “malos historiales crediticios”, y 2) las *subprime mortgages* otorgaron préstamos a altísimas tasas de interés a deudores sin historiales crediticios y que no cumplían con los estándares de ingresos.⁶

La propagación de créditos riesgosos: *Alt-A mortgages* y *subprime mortgages*, así como la alta calificación que les fue asignada por las calificadoras Standard & Poor’s y Moody’s –agencias que obtendrían ganancias considerables– permitió su securitización y garantizó su colocación (venta). También los bancos participaron en la obtención de altos rendimientos al aceptar como colaterales de préstamos los bienes raíces hipotecados sin prestar atención a la capacidad de pago de los deudores, y transferir el riesgo a MBS con lo cual la cadena de la *securitización* se prolongó y diseminó más allá de EU, se propició el ocultamiento de información tanto por parte de los prestamistas como de los prestatarios, y se creyó que las deudas podrían refinanciarse con alta rentabilidad aunque las hipotecas se encarecieran y las prácticas fraudulentas proliferaran.

La burbuja hipotecaria hizo eclosión a mediados de 2006, los precios de las casas y de las hipotecas empezaron a descender aceleradamente al grado de que a inicios de 2007 cerca de 20% de las *subprimes* entraron en morosidad, situación que se agudizó a lo largo del año, cuando las calificadoras Moody’s y Standard & Poor’s degradaron cientos de estos valores, y en 2008-2009 los fondos de pensiones y fondos mutuales habían dejado de invertir en ellos.

Paralelamente al mercado de MBS creció el mercado de obligaciones de deudas colateralizadas (*collateralized debt obligations* (CDOs) o financiamiento

⁶ *Alt-A mortgages*: son hipotecas contratadas por prestatarios que se caracterizan por contar con un historial crediticio significativo, pero que no pueden realizar pagos considerables y no son propietarios de bienes.

Subprime mortgages: hipotecas de alto riesgo proporcionadas a individuos que no califican para un crédito por no tener capacidad de pago o carecer de historial crediticio. Regularmente el cobro mensual es más alto que el salario del contratante y se espera que éste eleve sus ingresos en el futuro.

estructurado que en tan sólo cinco años 2002-2007 se multiplicó de 80 millones de dólares a 500 millones de dólares, y agruparon diferentes tipos de títulos: bonos corporativos, MBS, tarjetas de crédito, etc., todos con diferente grado de riesgo por incumplimiento de pago.

Esta crisis financiera alcanzó dimensiones mundiales por la extensión de la codicia, desde EU a los bancos y fondos de inversión de países europeos y de otras regiones. En Europa el temor de las entidades financieras al pánico y el no compromiso estatal por salvar a los bancos en quiebra causó una fuerte caída del sistema de crédito, los banqueros al exigir a las empresas y familias el pago de sus deudas deprimieron el consumo y el empleo, provocaron crecimiento de inventarios, exceso de capital real, deflación de los activos empresariales, y falta de liquidez en las empresas. La sobrevaluación del euro tampoco ayudó mucho a neutralizar la crisis.

En 2007 el banco BN Paribas (francés) anunció la suspensión de dos fondos, con lo cual mostró lo complejo de los nuevos valores que habían sido vendidos a precios muy elevados y ahora reportaban grandes pérdidas. Mientras años anteriores, en el auge hipotecario, los inversionistas habían ignorado los riesgos ahora los exageraron (véase Parguez, 2009). El amplio desorden existente en los mercados financieros globales se ha manifestado en la quiebra de diversas instituciones bancarias como puede observarse en el cuadro 1.

Sin embargo, la caída del mercado de *asset-backed* comercial paper (ABCPS), proveedor de fondos de corto plazo a bancos, fondos de coberturas y fondos privados de inversión, ha profundizado los problemas del mercado interbancario, desorden que obligó la intervención del Banco Central Europeo y la Reserva Federal de EU, y el colapso global ocasionado por la *securitización*.

| Cuadro 1 Relación de Principales Instituciones Financieras (Quiébras) | | | | | | |
|---|---|--------------------------------------|--|-------------------------|--------------------|--|
| País | Monto de Pérdida (billones de dólares) | Comprador | Precio de Adquisición (millones de dólares) | Tipo de Institución | Fecha Declarac. | |
| Estados Unidos de América | | | | | | |
| American Home Mortgage | | | | Banco Hipotecario | 03/08/2007 | |
| Merrill Lynch | 8 | Bank of America | 44,000 | Banco de Inversión | oct-07 | |
| Citygroup | 11 | | | | oct-07 | |
| Bear Stearns | | | | Banco de Inversión | mar-08 | |
| Lehman Brothers | | Nomura Holdings Inc | | Banco de Inversión | 15/09/2008 | |
| IndyMac Van | | Reserva Federal | | Banco Hipotecario | 11/07/2008 | |
| Fannie Mae and Freddie Mac | 5.2 | Nacionalizada | | Compañía Hipotecaria | 07/09/2008 | |
| American International Group Inc (AIG) | | Reserva Federal | 85,000 | | | |
| Europa | | | | | | |
| Reino Unido | | | | | | |
| Northern Rock | | Gob. Británico | 1,606.00 | Banco Hipotecario | feb-08 | |
| Bradford & Bingley | | Gob. Británico | 10 | Banco Hipotecario | sep-08 | |
| Benelux | | | | | | |
| Fortis ¹ | | Gobs. Bélgica, Holanda Luxemburgo | 11,200 | Cía. Bancaria y Seguros | sep-08 | |
| Alemania | | | | | | |
| KfW ² | | Lone Star ³ | | Bco. Estatal de Crédito | ago-08 | |
| Hypo Real Estate | | Gob. Alemán | 3,500 | Banco Hipotecario | sep-08 | |

Fuente: <http://www.cnnexpansion.com/negocios/2008/09/16/la-fed-rescata-a-aig>

<http://www.eleconomista.es/empresa/NORTHERN-ROCK>

<http://www.elmundo.es/mundodineroy/2008/09/28/economia/1222627448.html>

²Banco Estatal de Crédito para la Reconstrucción y el Desarrollo.

³Inversor estadounidense compró el 90.8% de la inversión de KfW en el Banco de Industria (Ikb).

Algunos problemas en el sistema financiero, posteriores a la Nueva Arquitectura Financiera Internacional (NAFI)

Primero. Las prácticas seguidas por los conglomerados financieros integradores del Sistema de Banca Paralela (*Shadow Banking System*): bancos de inversión, *Hedge Funds*, etcétera. Se señala que tienen una regulación light o no están regulados por las directrices de Basilea II que imponen índices de capitalización a la banca tradicional. Esto les ha permitido crear “Vehículos de Inversión Estructurada” (SIV’s)⁷ fundamentados en una afirmación esencial de la Teoría Neoclásica: los mercados de capitales fijan correctamente los precios de los títulos de acuerdo a la relación riesgo-beneficio y a su retorno, lo cual supuestamente permite a los compradores de títulos tomar decisiones óptimas y diversificar el riesgo. En realidad, los SIV’s contribuyeron en la gestación y estallido de la crisis actual y en que algunos gobiernos incurrieran en indisciplinas fiscales.

Por ejemplo, un banco de inversión compra un grupo de hipotecas, las empaqueta creando un *Mortgage-Backed Security* (MBS)⁸ y las vende. Luego usa ese dinero para comprar más hipotecas, volverlas a empaquetar y venderlas. Está claro que la cantidad de dinero que el banco de inversión podría prestar sería teóricamente infinita, y es infinita porque la Banca Paralela tiene una capacidad (casi) infinita de comprar hipotecas y venderlas.

Segundo. Instituciones del Sistema Financiero: Banca Comercial, *Hedge Funds*, *Equity Funds*,⁹ Aseguradoras, Fondos de Pensiones –Inversionistas Institucionales–, bajo el incentivo de obtener altos beneficios tomaron a lo largo de las dos últimas décadas un riesgo excesivo y en ocasiones cayeron en altos niveles de apalancamiento por adquirir “activos tóxicos” que en

⁷ Los SIV’s o Vehículos de Inversión Estructurada son fondos de inversión inventados por Citigroup en 1988. Consistían en pedir dinero prestado para emitir títulos a corto plazo a bajas tasas de interés y prestar ese dinero para comprar títulos con altas tasas de interés obteniendo una ganancia por los diferenciales de tasa de interés. Todo parece indicar que salieron del mercado en octubre de 2008.

⁸ *Mortgage-Backed Securities*: son títulos u obligaciones de deuda respaldados por hipotecas.

⁹ *Hedge Fund* (Fondos de Cobertura) son un instrumento financiero de inversión, estos fondos combinan posiciones en valores cortas y largas para cubrir las carteras ante movimientos en el mercado.

Equity Fund o *Stock Fund* (pueden ser fondos mutuales) se orientan hacia un sector del mercado y a ciertos niveles de riesgo, y pueden invertirse en valores de un solo país o de varios países. Existen varios tipos estos fondos: Index Fund, Growth Fund, Value Fund, Income Fund, Balance Fund, etcétera.

algunas ocasiones fueron combinaciones de titularizaciones *subprime* (de carteras de préstamos hipotecarios) y *Collateralized Default Obligation* (CDO's)¹⁰ reempaquetamiento de bonos de titularización.

Tercero. Con la aplicación de la normatividad de Basilea II a la banca comercial, se consideró que ésta se encontraba libre de riesgos al haber “superado los problemas de asimetrías” y por vender sus préstamos en los mercados de capitales vía *Credit Default Swaps* (CDS)¹¹ cuyo mercado alcanzó un mayor tamaño que los mercados de bonos del tesoro y deudas hipotecarias en EU en el año 2007 como se muestra en la gráfica 2 tomada del *New York Times*, 17 de febrero de 2008.

El mercado de CDS se convirtió en un verdadero casino donde participaron un número importante de bancos, como: Bear Stearns y Lehman Brothers; y la aseguradora American International Group (AIG), colaboró en sus quiebras.

Cuarto: la innovación financiera alimentada por la interacción de los cambios tecnológicos, económicos y políticos en el mundo abrió una gran ventana de oportunidades para la obtención de beneficios a niveles no conocidos. Aparecieron instrumentos financieros muy complejos y poco transparentes pero que ofrecían alta liquidez y grandes beneficios como los *Mortgage Backed Securities* (MBS), las Obligaciones Colateralizadas (CDO's), los *Credit Default Swaps* (CDS), los *Asset Backed Commercial Paper* (ABCP's),¹² etcétera, negociados principalmente en los mercados *over-the-counter* e intermediados por los bancos o sociedades de inversión. Los precios de estos títulos han sido fijados por las calificadoras y los bancos de inversión (bajo procedimientos no claros). Al estallar la crisis sus precios cayeron aceleradamente.

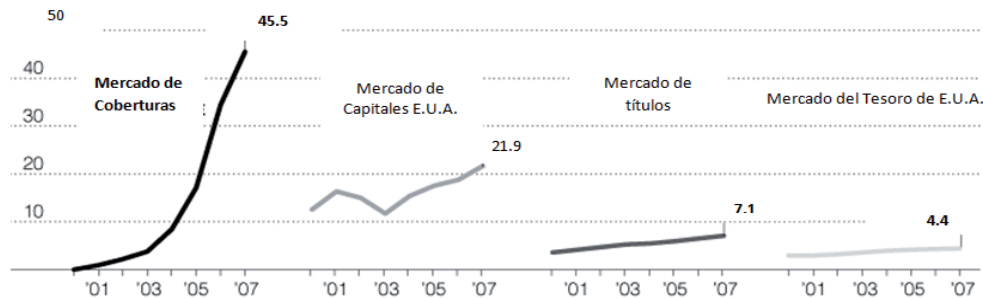
¹⁰ Los *Collateralized Debt Obligation* (CDO's) son “reempaquetamiento” de bonos de titularización, esto significa que cada activo que entra en el conjunto es parte de una operación anterior. Debido al alto riesgo de estos títulos su emisión fue suspendida en octubre de 2008.

¹¹ *Credit Default Swaps*: son contratos de seguro, en donde el tenedor del crédito paga una prima para asegurarse ante el riesgo de impago de un crédito que haya concedido.

¹² *Asset Backed Commercial Paper* (ABCP's) son papeles comerciales colateralizados por otros activos financieros. Son inversiones de corto plazo emitidas por un banco u otra institución financiera para cubrir necesidades de financiamiento de corto plazo. Los activos que sirven como colaterales son una mezcla de diferentes activos para disminuir el riesgo y elevar la calificación dada por las agencias.

En la Sombra de un Mercado Desregulado

Ahora el valor del Mercado de Coberturas es mucho más grande que el mercado de capitales, que el mercado de títulos hipotecarios y que el mercado del Tesoro E.U.A. (Billones de dólares)



Fuente: Thomson Proprietary Research; International Swaps and Derivatives Association. Tomada del *New York Times*, 17 de febrero de 2008.

Actualmente, el mercado primario de ABCP's¹³ a largo plazo emitidos por vehículos estructurados está completamente parado, habiendo sufrido el papel comercial (CP) un *Fly to Quality* (vuelo a seguridad), en tanto, los ABCP's con emisiones a corto plazo y titularizaciones de activos no tradicionales alejados de colaterales relacionados con el mercado hipotecario (consideradas estructuras más simples con subyacentes de calidad) siguen siendo emitidos al considerarse que el único papel paquetizado con liquidez y mercado es el papel comercial (CP).

Quinto. Se minimizó el riesgo en los mercados de capitales a partir de la creación de instrumentos complejos, los derivados. Esto gracias a que al estar ligados los derivados a subyacente(s), es decir que su valor se sustente en el precio de otro (s) activo (s), el riesgo podría dividirse de acuerdo a los componentes del derivado. Este proceso de "diversificación adecuada del riesgo" y control de riesgo sistémico centrado en la creencia de que los mercados financieros globales se autorregulan, de que en ellos existe una valoración correcta del riesgo, en la existencia de "buena información" y en creer que los inversionistas (en general) eran expertos en comprar sólo los segmentos de riesgo manejables derivó en lo opuesto: una concentración de riesgo extrema, misma que se diseminó a todos los continentes por el alcance que tuvo la titularización y el fondeo a través de los mercados extrabursátiles globales (*over-the-counter*) y el desenlace ha sido la crisis actual (véase Arista, 2009).

Sexto. La Nueva Arquitectura Financiera Internacional (NAFI) mejoró la supervisión prudencial e instituyó una regulación bancaria con Basilea

¹³ *Fly to Quality* (vuelo a la calidad) es el desplazamiento de los capitales especulativos desde los activos financieros de mayor riesgo a los de menor riesgo (Bonos del Tesoro de Estados Unidos) al presentarse situaciones de incertidumbre en el contexto económico.

II. Sin embargo, por un lado buscando evitar caer en problemas *free-raider* –situación común en los mercados de valores, véase Mishkin, 2007–, y por otro lado debido justamente al sistema regulatorio se motivó a los bancos a realizar operaciones fuera de balance de títulos de alto riesgo, así tomaron préstamos a corto plazo para invertir a largo plazo. Por ejemplo, se colocaban ABCP's a corto plazo e invertían en CDO's. Ante la imposibilidad de deshacerse de las inversiones en CDO's que alcanzaron cifras por encima de los 500 mil millones de dólares y la devaluación de estos títulos, en las hoja de balance de los bancos se asentaron estos montos proliferando la incertidumbre y el pánico.

Séptimo. La evaluación del riesgo fue imprecisa y en buena medida éste fue subestimado al hacerse más compleja la titularización y crearse conglomerados financieros gigantes. La regulación de la NAFI y los métodos estadísticos de evaluación de riesgo mostraron sus deficiencias y los bancos tuvieron menos capital del “exigido” y mayor riesgo del “permitido”. La crisis evidenció que se violaron los índices de capitalización y la insolvencia de los bancos.

*Elementos hacia donde podría enfocarse una revisión
de la Nueva Arquitectura Financiera Internacional (NAFI)*

La crisis actual ha marcado la necesidad impostergable de revisar la NAFI, pues es claro que tanto las economías en desarrollo como las desarrolladas no mantienen sus reservas en orden. Por tanto, los organismos financieros internacionales y los foros académicos y políticos de nuevo tendrán la tarea de proponer políticas económicas y reformas estructurales que permitan el restablecimiento del sistema financiero e impulsen el crecimiento económico.

Es un imperativo regular el sistema financiero internacional, particularmente controlar la desmedida innovación financiera exótica que ha propiciado el crecimiento desmedido de los mercados haciéndolos más complejos y elevando los niveles de apalancamiento, conduciendo así a un ciclo de auges y crisis. En este trabajo presentamos siguiendo a Crotty (2008) algunas propuestas de reformas surgidas en ámbitos académicos internacionales.

Primero, integrar a las hojas de balance de los bancos las inversiones riesgosas en MBS, CDS, CDO, etcétera, y requerir un monto de capital adecuado como soporte. Esto significa mayor exigencia a los bancos a mantener solvencia bancaria y revisar se cumpla con la norma de 8% de índice de capitalización frente a estos activos. El resultado que traería la consolidación de activos sería minimizar el riesgo y controlar los costos de operación.

Segundo, controlar la creación de productos financieros complejos. Las instituciones financieras internacionales y domésticas encargadas de supervisar la regulación del sistema financiero deben exigir a las sociedades de inversión creadoras de productos financieros complejos (MBS, CDO's, CDS, ABCP's, etcétera) evaluar el riesgo bajo condiciones de variación que pueden afectar el valor de los subyacentes y de esta manera contar con una calificación preliminar de los títulos. Esta medida puede contribuir a una menor participación de las agencias calificadoras que suelen conceder calificaciones de riesgo altamente optimistas y colaboran a la chatarrización de activos, también puede llevar a una sobrecolateralización, o bien, en caso de que este procedimiento resultara muy costoso podría optar a tener la seguridad de que el subyacente y su propiedad sean plenamente identificables y claras. Así, disminuiría el riesgo de una propagación de default. Esta situación ya ha estado en discusión en EU y ha llevado al cierre temporal del mercado de CDO's a partir de octubre de 2008.

Tercero, es sabido que un porcentaje importante (80% aproximadamente) del total de derivados y títulos complejos (activos tóxicos) como los antes mencionados fueron negociados en mercados *over-the counter*, si haciendo uso de la ingeniería financiera se simplificaran algunos y se les negociara directamente a usuarios finales, el fondeo sería más barato y los costos por análisis de crédito serían menores. Además, una medida complementaria sería la prohibición de la emisión de productos complejos OTC.

Obviamente, esta propuesta prudencial ha generado malestar en los emisores como las sociedades de inversión, fondos de cobertura, etcétera, pero de ser adoptada no iría en contra de la innovación financiera y si ayudaría a controlar los problemas que enfrenta el sector real por estas inversiones, y evitaría en un futuro que los gobiernos desvíen una parte importante de sus ingresos de programas sociales hacia rescates empresariales.¹⁴

Cuarto, regular la operación de las empresas financieras y las agencias calificadoras e imponer topes a los salarios y beneficios (bonos) a ejecutivos financieros, lo cual, exigiría la implementación de mecanismos para hacer más simétrica la estructura *pay-off* y reducir los incentivos por la búsqueda de riesgo, véase Heijke, H., Meng, C., y Ramaekers, G. (2003).

Reforzar el sistema fiscal para gravar estos ingresos podría ser una de las vías para reducir el incentivo por tomar riesgos cada vez más altos y ayudaría a elevar el ingreso de los gobiernos. Adicionalmente, los gobiernos

¹⁴ Véase *The Economist*, "Clearing the fog", abril 19 de 2008 "Ruptured Credit", mayo 17 de 2008; *Financial Times*, "Fed plan is spoilt by its lacking of hypocrites, 15 de abril de 2008 y "Anew Formula", del 1 de octubre de 2008.

podrían crear agencias calificadoras bajo normas de regulación internacional estandarizadas y supervisadas por organismos supranacionales.

Quinto, la NAFI surgida de la crisis actual deberá tener un carácter global con un sistema de regulación centrado en un árbitro mundial, que puede ser una Autoridad Financiera Mundial, como la propuesta por Eatwell y Taylor, 2006, con representación en los mercados domésticos, contemplando las diferencias entre mercados financieros maduros y en desarrollo. Ésta sería una forma para regular el sistema de banca paralela el cual ha sido oneroso para el gobierno estadounidense y para el mundo en general. En 2008, cinco de los principales bancos de inversión en EU desaparecieron, entre ellos Lehman Brothers y Bear Stearns; Merrill Lynch fue adquirido por un banco comercial (Bank of America) y Morgan Stanley y Goldman Sachs se convirtieron en conglomerados financieros (informe argenpress, 2008).

Sexto, dentro de las funciones de la Autoridad Financiera Mundial estaría regular la creación de nuevos instrumentos financieros y todos los procesos relacionados con la innovación financiera para prevenir el riesgo sistémico como lo hace hasta ahora la Comisión Reguladora del Mercado Bancario Chino (CBRC).¹⁵ Asimismo, cuando sea autorizada alguna innovación financiera los reguladores domésticos tendrán la facultad de monitorear su evolución a fin de evitar cualquier amenaza de riesgo.

Séptimo, una política preventiva aplicada en España a partir de 2008 podría tener efectos positivos para controlar el crecimiento excesivo de los activos financieros. La llamada "Provisión Dinámica" consiste en exigir que las provisiones bancarias crezcan cuando el préstamo aumenta impidiendo una creación pro-cíclica de los activos, y se alcanza el límite al momento en que se constriñe el capital (López, 2008).

Octavo, fijar un prestamista de última instancia y crear un fondo de rescate internacional son dos tareas a realizar. El fondo de rescate podría ser organizado bajo un esquema de seguros adquiridos por los bancos de inversión y los inversionistas institucionales para financiar los rescates, lo cual daría una mayor garantía al tratar de evitar la bancarrota. Adicionalmente, el gobierno como ya se dijo antes podría cobrar impuestos sobre las ventas de títulos, estos irían al fondo o a incrementar los ingresos públicos destinados a programas sociales.

¹⁵ Red de Oficinas Económicas y Comerciales de España en el Exterior, "La Comisión Reguladora del Mercado Bancario de China pide una mejora de la gestión frente a posibles riesgos financieros", 20 de julio de 2009. http://www.oficinascomerciales.es/icex/cda/controller/pageOfecomes/0,5310,5280449_5282927_5284940_4237701_CN,00.html
Financial Times, "China says west's lack of market oversight led to the *subprime* crisis", mayo 28 de 2006.

Conclusión

Las estrategias de negociaciones financieras inter-fronteras iniciadas en la década de los ochenta, se exacerbaban en las siguientes dos décadas (1990 y 2000), la liberalización y desregulación global desgastaron la capacidad de expansión y restricción de la liquidez por parte de los bancos centrales. Estas prácticas permitieron realizar arbitrajes por diferenciales en tasas de interés en los activos denominados en diferentes monedas e incrementaron el apalancamiento especulativo de las instituciones financieras, y además alimentaron las burbujas de activos, mismas que afectaron a Japón en los ochenta, y a las economías emergentes en la década de los noventa y, así como a EU con repercusiones mundiales de 2007 a la fecha.

En 2005, la afluencia de capitales al mercado financiero de EU se elevó a niveles no conocidos anteriormente, la cantidad de fondos necesarios para financiar el déficit en cuenta corriente, colocándose este país en una situación de cumplir con la función de *entrepôt* de capitales (centro de distribución) para los mercados globales. Los grandes flujos de activos en dólares ocasionaron enormes salidas de capital para invertirlos en otros mercados más rentables, éstos podían ser los de países emergentes o bien *over-the-counter*. Esto ocasionó una reacción esterilizadora por parte de algunos bancos centrales de los países cuyos mercados eran inundados, compraron dólares para controlar la liquidez interna y trataron de prevenir la apreciación de sus monedas.

Una de las características destacables del patrón de flujos de capital de los años 2000-2008 fue su dinámica de generación de liquidez a partir del sobre apalancamiento de flujos de inversión inter-fronteras y de su naturaleza *round-robin*¹⁶ que generaba incertidumbre. La creciente deuda de los sectores privados financieros y no financieros (empresas y personas) alcanzó dimensiones de 352.6% del PIB a finales de 2007 en EU, la crisis era un hecho irrefutable.

La presente crisis, no sólo se hace un hecho conocido por los economistas no inscritos en el pensamiento del *mainstream* actual, en el capitalismo las crisis son recurrentes y, aún cuando la aplicación de medidas regulatorias es necesaria no garantiza la salida de la crisis, ni tampoco su erradicación. La regulación monetaria y financiera instituirá estándares de la administración de sus actividades y posiblemente mitigará el riesgo sistémico.

¹⁶ Método de selección de todos los elementos de un grupo de forma equitativa y con un orden racional, por lo general comenzando con el primer elemento de la lista hasta el último y luego comenzando nuevamente con el primer elemento.

Bibliografía

- BIS (2004), Informe Anual, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2004s7.pdf>
- Correa Vázquez, Eugenia (2002), "Nueva arquitectura financiera internacional: reformas para los países en desarrollo y cosmética para las relaciones financieras internacionales", en Mántey, Guadalupe y Levy, Noemi (comps.), *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo*, México, Miguel Ángel Porrúa.
- Crotty, James (2008), "Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the New Financial Architecture", Working Paper Series (University of Massachusetts Amherst, Political Economy Research Institute, EUA), núm. 181, Septiembre.
- D'Ariza, Jane (2009), "Setting an Agenda for Monetary Reform", Working Paper Series (University of Massachusetts Amherst, Political Economy Research Institute, EUA), núm. 190, Enero.
- Eatwell, John y Taylor, Lance (2006), *Finanzas Globales en Riesgo*, México, Siglo XXI Editores.
- Financial Times* (2006), "China says west's lack of market oversight led to the subprime crisis", mayo 28.
- _ (2008), "Fed plan is spoilt by its lacking of hypocrites, abril 15 de 2008 y "Anew Formula", 1 de octubre.
- Guttman, Robert (2007), "The Global Credit Crunch of '07", CEPN, Paris XIII.
- Heijke, H., Meng, C., Y Ramaekers, G. (2003): "An Investigation into the role of Human Capital Competences and their pay-off", *International Journal of Manpower*, 24 (7).
- López Espinosa, Germán, "Sobre la provisión dinámica del Banco de España", diciembre 12 de 2008. http://www.cincodias.com/articulo/opinion/provision-dinamica-Banco-Espana/20081212cdscdiopi_7/cdsopi/.
- Mishkin, Frederic S. (2007), "Monetary Policy Rules in a Partailly Dollarized Small Open Economy with Financial Market Perfections", presentado en NBER Conference on International Dimensions of Monetary Policy S'Agaro, Cataluña, España, Junio 12. <http://www.nber.org/chapters/c0520.pdf>
- New York Times* (2008), "In the Shadow of an Unregulated Market", 17 de febrero.
- Parguez, Alain (2009), "La crisis financiera en Europa. Más allá del velo de las ilusiones, ¿quiénes son los culpables?", en prensa.
- Pérez, Carlota (2004), *Revoluciones tecnológicas y capital financiero*, México, Siglo XXI.
- Salama, Pierre (2006), "Deudas y dependencia financiera del Estado en América Latina", en Girón, Alicia (coord.), *Confrontaciones monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina*, Buenos Aires, Clacso, pp. 101-122.
- Solorza, Marcia (2009), "Actual crisis mundial y sus implicaciones", Coyuntura, México.
- The Economist* (2008), "Clearing the fog", abril 19 de 2008 y "Ruptured Credit", mayo 17 de 2008.
- Toporowski, Jan (2008), "La economía y la cultura de la dependencia financiera, *Economía Informa*, Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Economía, México, núm. 355, pp. 7-20.
- Tzvi, Bodie y Merto, Robert, C. (1999), *Finanzas*, México, Pearson Educación.
- U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).
<http://www.argenpress.info/2008/12/estados-unidos-final-de-una-era-de-wall.html>
http://www.cincodias.com/articulo/opinion/provision-dinamica-Banco-Espana/20081212cdscdiopi_7/cdsopi/
http://www.oficinascomerciales.es/icex/cda/controller/pageOfecomes/0,5310,5280449_5282927_5284940_4237701_CN,00.html
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/methodology/annual_accounts
<http://timeline.stlouisfed.org/pdf/CrisisGlossary.pdf>