

Gobernabilidad y riesgo financiero en la era neoliberal *

Gary Dymski

Resumen

Se analiza el aumento en la ocurrencia y profundidad del riesgo financiero en la era neoliberal. Los cambios en los sistemas financieros que han hecho no solamente más difícil la gobernabilidad, sino que también han llevado a algunas interacciones perversas entre riesgo y gobernabilidad. Esta idea emerge de la revisión de la evolución del riesgo financiero y la gobernabilidad en la historia contemporánea. Se estudia la situación del riesgo financiero y la gobernabilidad a principios de la era de Bretton Woods hasta finales de los años setenta y hasta la emergencia de la crisis del crédito *subprime* de los años dos mil. Se examinan las implicaciones de esta historia para el futuro de la gobernabilidad financiera.

Palabras clave: Gobernabilidad financiera; crisis financieras; prestamista de última instancia.

Abstract

This article analyzes the increase in the incidence and depth of financial risk in the neoliberal era. Changes in financial systems have not only complicated governability, but have also led to several perverse interactions between risk and governability. This dynamic emerges from an examination of the evolution of financial risk and governability in contemporary history. This article studies the situations and contexts regarding financial risk and governability from the beginning of the Bretton Woods, through the end of the 1970s and on to the emergence of the subprime crisis. The implications of this history on the future of financial governability is also examined.

Key Words: Financial governability; financial crisis; lender of last resort.

* Traducción de Eugenia Correa y Wesley Marshall.

Introducción

La era neoliberal ha sido caracterizada, en el campo de las finanzas, por la desregulación bancaria e integración de los mercados financieros y también por las nuevas formas del riesgo y las recurrentes crisis financieras. Este trabajo analiza los problemas de la gobernabilidad financiera desde una perspectiva macroestructural. Esto es, se consideran, los riesgos financieros generados por los flujos financieros agregados y por los desbalances macroeconómicos globales en este periodo y los desafíos que ello impone sobre la gobernabilidad. Este artículo encuentra que la dinámica estructural de la era neoliberal ha profundizado el riesgo financiero, conduciendo a más crisis financieras de manera que hace menos factible y menos efectiva la gobernabilidad financiera. Esta situación es más fácil de ver, contrastando la situación neoliberal con un caso simple.

En cualquier etapa, las unidades económicas toman riesgos financieros cuando establecen compromisos financieros: por medio de préstamos y haciendo promesas contractuales de pago, o a través de comprometerse ellos mismos a financiar una posición activa. Hay dos tipos fundamentales de riesgo financiero: el riesgo de impago que se presenta a los acreedores cuando los deudores no pueden cumplir sus obligaciones contractuales de pago; y el riesgo de liquidez, cuando una unidad económica es forzada a soportar su posición en activos endeudándose a tasas mayores a las anticipadas (que en extremo, puede resultar un flujo de efectivo neto negativo).

En este contexto básico, la gobernabilidad financiera tiene dos componentes: la supervisión prudencial, limitando el riesgo financiero de un conjunto de firmas financieras o mercados; y la intervención del prestamista de última instancia, lo que significa defender la integridad del sistema financiero cuando está sujeto a desestabilización. Este caso “simple” en si mismo plantea muchos desafíos. El agente supervisor, en efecto, opera en una línea

continua de crecimiento-riesgo: en un extremo, se trata de minimizar los riesgos financieros emitidos y llevados por los intermediarios financieros que regula; y en el otro, se ignora el riesgo de emisión y se alienta a los intermediarios a dar soporte al crecimiento. Y, cuando el sistema debe ser defendido, el prestamista de última instancia (que puede ser diferente a la agencia supervisora) debe responder agresivamente, vía la creación de liquidez, la persuasión moral, o por otros medios, para mantener la confianza en los intermediarios y en los mercados de los cuales es responsable. El problema de regular el riesgo se ha vuelto incluso más desafiante en la era neoliberal. Una razón es que muchos de los compromisos financieros están más allá de las fronteras. Y cuando una unidad económica tiene activos financieros en un país y pasivos en otro, entonces el tipo de cambio agrega una dimensión en el centro de los riesgos financieros.

Otra razón es que la era neoliberal ha estado acompañada por el rápido avance en la capacidad tecnológica y de mercado, las cuales permiten a los intermediarios financieros que originan los activos riesgosos venderlos a otras entidades. Esta separación en el lugar de la creación del riesgo del sitio de su realización ha alentado a los intermediarios financieros lo que puede llamarse aquí, estrategias intensivas en liquidez, las que generan ingreso neto de comisiones por mucho mayores que los márgenes en tasas de interés. Esta separación complica enormemente la vigilancia prudencial. Por un lado, el uso de estrategias intensivas en liquidez significa que los reguladores deben monitorear el riesgo de liquidez no solamente en el ciclo de negocios, sino en el contexto de las estrategias acreedoras. Por otro lado, los compradores de contratos de crédito pueden, si ellos no pagan, tener que recurrir a los prestamistas, una contingencia especialmente molesta cuando los tenedores de activos están fuera del territorio.

La era neoliberal también ha complicado el problema del prestamista de última instancia. En el periodo de Bretton Woods, Estados Unidos (US) tenía la hegemonía financiera; los tipos de cambio fijos y la limitada capacidad del mercado financiero restringían el alcance y la escala del riesgo sistémico. En un mundo de tipo de cambio flotantes, con centros financieros en competencia, hay una competencia por el estatus de moneda de reserva. Esto lleva a una asimetría crucial. En una crisis de confianza en un sistema financiero nacional dado, es probable que involucre una crisis simultánea en la confianza en su moneda. Entonces la autoridad financiera de la nación no puede calmar la crisis de confianza proveyendo liquidez con la moneda cuyo valor está bajo sospecha; esto podría profundizar y no calmar la crisis. Entonces solamente los países cuya moneda es universalmente aceptada como medio de pago pueden usar su propia moneda en las operaciones de prestamista de última instancia. Otros países deben hacer reservas en monedas de aceptación global con las que prevenga o administre la crisis. Para una nación con una menor capacidad de defenderse ella misma, lo más importante es evitar el crecimiento de los riesgos agregados. Inversamente, aquellas naciones con gran capacidad de intervenir efectivamente en las crisis se pueden permitir aumentar en grandes volúmenes los riesgos financieros agregados.

Esta asimetría, en si misma, lleva a un problema. La asimetría de la regulación prudencial tiende a seguir la asimetría en el poder hegemónico. Naciones con fuerte capacidad del prestamista de última instancia, tienen menores incentivos para restringir el comportamiento generador de riesgos, en la medida en que tienen más capacidad de proteger a sus propios consumidores e intermediarios financieros de pérdidas. Esto hace que las crisis -aquellas que pueden estar fuera de las fronteras- sean más probables. Pero las crisis financieras recurrentes reducen los controles nacionales autónomos para aquellas naciones que tienen

una menor capacidad en el prestamista de última instancia, mientras que amplían las entradas al mercado y las oportunidades para las firmas financieras que tienen sus matrices en aquellas naciones con mayor capacidad del prestamista del última instancia. Pero esto hace más probable que las crisis financieras sean crecientemente más severas, incluso mientras se reduce la disciplina regulatoria. Esto sugiere que las crisis sistémicas que exceden las capacidades del actual prestamista de última instancia global sean más probables. Este es precisamente la perspectiva de la crisis del crédito subprime que ha enganchado a tantos bancos y mercados alrededor del mundo.

En resumen, la era neoliberal ha visto un aumento en la ocurrencia y profundidad del riesgo financiero. Estos cambios ha hecho no solamente más difícil la gobernabilidad, sino que también han llevado a algunas interacciones perversas entre riesgo y gobernabilidad. Esta idea emerge de la revisión de la evolución del riesgo financiero y la gobernabilidad en la historia contemporánea. La segunda parte describe la situación del riesgo financiero y la gobernabilidad a principios de la era de Bretton Woods hasta finales de los años setenta. La tercera parte examina la turbulencia del periodo 1979-1990 y la cuarta parte la de los años noventa. La parte quinta se describe la emergencia de la crisis del crédito subprime de los años dos mil. La sexta y última parte examina las implicaciones de esta historia para el futuro de la gobernabilidad financiera.

Riesgo financiero y gobernabilidad al inicio de Bretton Woods

El acuerdo de Bretton Woods de 1944 estableció el orden económico global del periodo de posguerra. El dólar estadounidense tenía un valor fijo con relación al oro; y muchas de las otras monedas tenían un valor relativo fijo con el dólar. Este acuerdo incorporaba la noción de que la estabilidad en los acuerdos

económicos globales requerían de un liderazgo por un estado-nación hegemónico (Kindleberger 1973-1974). El país hegemónico global emite su dinero que circula globalmente y garantiza la estabilidad financiera. Institucionalmente, la Reserva Federal (Fed) tomó este papel de prestamista de última instancia y el Fondo Monetario Internacional (FMI) fue establecido para ayudar a las naciones a administrar sus monedas y sus balances comerciales. La dominación global de la industria estadounidense en el periodo inmediato de la posguerra aseguraba una demanda de dólares. La oferta de dólares en ese periodo fue provista por el Plan Marshall, la Guerra de Corea y varios programas de ayuda.

En la mayor parte de las naciones, los sistemas bancarios en esta época operaban, bien de acuerdo con las políticas dictadas por las autoridades gubernamentales, o bien, como circuitos de finanzas estrictamente controlados. Los sistemas bancarios se enfocaban a cubrir las necesidades de pagos y de financiamiento de los consumidores y de los negocios, frecuentemente con la asistencia de fondos administrados por el Estado o fondos subsidiados. En US, por ejemplo, los bancos comerciales privados recogían ahorro de las familias y hacían préstamos a los negocios; las compañías hipotecarias y las asociaciones de ahorro y préstamo nacieron para recoger ahorros y satisfacer la demanda de hipotecas. Normas conservadoras guiaron las decisiones de préstamo, como se tipificó por la doctrina “real Bills”. Esta doctrina especificó que el riesgo de no pago raramente ocurriría, porque los préstamos deberían financiar la actividad económica real, la cual rápidamente se convertiría en ‘billetes reales’. En esencia, las manos de los bancos estaban atadas por reglas extensivas, gobernando los mercados en que ellos podían actuar, los productos que ellos podrían vender y los precios de esos productos.

En el periodo de Bretton Woods los riesgos financieros eran limitados. El riesgo cambiario era, en gran medida, discutible pues

las tasas de cambio eran fijas. El riesgo de no pago aumentaba enormemente durante las etapas de caída del ciclo de negocios. En los años cincuenta y principios de los sesenta el riesgo de liquidez era virtualmente desconocido: los ahorros estaban respaldados por posiciones activas que estaban en gran medida en el balance de las instituciones de depósito; y las tasas pasivas de estas últimas instituciones tenían un tope máximo bajo. Porque los mercados de préstamos estaban subdesarrollados, los préstamos bancarios estaban limitados a los fondos de depósitos disponibles a lo que ellos podrían demandar. Había, en efecto, restricciones al alcance del mercado, lo que restringía el riesgo de liquidez y comprobaba la extensión del riesgo de impago.

En esta fase, las demandas sobre la gobernabilidad financiera dentro de las naciones desarrolladas eran mínimas. Los reguladores bancarios estaban virtualmente bajo el control de las condiciones de reproducción de las instituciones de depósito. La Fed no fue llamada a cumplir su papel de prestamista de última instancia. El papel principal del FMI era ayudar a los países del norte con las dificultades de pagos externos (Carvalho 2001).

Sin embargo, el sistema de tipos de cambio fijo estaba bajo creciente presión. El Reino Unido estrechó aún más sus controles de capital en 1966, y después devaluó la libra en 14% en noviembre de 1967. La intensificación de la Guerra de Vietnam y las presiones inflacionarias empeoraron la balanza externa de US y elevaron la sobrevaluación del dólar. Finalmente, la convertibilidad del dólar en oro fue suspendida en 1971. Se permitió flotar al dólar contra el oro en agosto de 1973 e inmediatamente cayó su valor. La transición del sistema de Bretton Woods fue traumática: un severo choque en los precios del petróleo y la recesión 1973-74, acompañada por una constante aceleración de la inflación.

La inflación sistemática de mediados de los sesenta acrecentó la presión sobre los sistemas bancarios. Las tasas de interés aumentaron por arriba del bajo nivel de los techos regulatorios de las tasas de depósitos bancarios. Con el acicate de las tasas de interés, los fondos mutuos del mercado de dinero facilitaron la desintermediación desde las entidades financieras de depósito reguladas. La desintermediación, en cambio, dañó la capacidad de préstamo de los bancos. Esto llevó a las grandes firmas a obtener crédito directamente en los mercados financieros: el mercado de crédito comercial se fue hacia los préstamos de corto plazo, y los mercados de bonos comerciales se expandieron. Los grandes bancos reaccionaron buscando nuevas fuentes de recursos: ellos ofrecieron líneas de crédito y servicios de suscripción para las grandes firmas en lugar de préstamos, y también expandieron sus préstamos fuera de fronteras. A raíz de la crisis de los precios del petróleo y el Informe del Club de Roma, este crédito fluyó en gran medida a los países ricos en recursos naturales a finales de la década de 1970, en especial a América Latina (AL).

Además de la inestabilidad de las tasas de interés, las fluctuaciones en los tipos de cambio en la era post-Bretton Woods abrieron nuevos mercados de especulación cambiaria. Estos mercados crecieron rápidamente, debido a su peculiar doble característica: de un lado, contratos de futuros, opciones y derivados podían ofrecer cobertura -en efecto, asegurar- a las firmas expuestas a riesgos cambiarios; y por otro lado, los que ofrecen este seguro podían apostar a la volatilidad del mercado.

En resumen, desde mediados de los años sesenta, los mercados financieros crecieron de una manera más compleja y empezaron a escapar de las previsiones de los reguladores. Los bancos llevaron a cabo estrategias de ajuste que recortaban las regulaciones diseñadas para limitar sus actividades y la competencia. El riesgo de liquidez aumentó, tanto por la administración de pasivos de los

grandes bancos como por la desintermediación. Los fondos escaparon del sistema de intermediarios regulados. Más aún, en la medida en que esto no fue reconocido en su momento, el riesgo de impago fuera de fronteras fue creciendo rápidamente para los bancos, en virtud de que ellos competían por hacer préstamos a AL.

Crisis financiera y desintegración controlada (1979-1990)

Hacia finales de los años setenta, US y las grandes economías estaban en medio de grandes desequilibrios globales. Los trabajadores de US fueron sometidos por la desindustrialización y a la caída salarial. El dólar cayó a lo largo de toda la década y las presiones inflacionarias empeoraron. El liderazgo hegemónico de US fue desafiado, puesto que los europeos vieron como US exportaba su inflación en los setenta y sus tendencias recesivas (Parboni, 1979).

El Presidente Carter cambió en 1979 hacia el postmonetarista Paul Volcker para restaurar el orden. En la visión de Volcker, la política monetaria estadounidense debería intervenir estratégicamente a la cabeza de la “política nacional”. Volcker señaló en una publicación de 1979 que “una desintegración controlada en la economía mundial es un objetivo legítimo para la década de los ochenta”. Específicamente, señaló: “Es tentador ver al mercado como un árbitro imparcial... Pero balancear las necesidades de un sistema internacional estable contra el deseo de mantener la libertad de acción de la política nacional, un buen número de países, incluyendo US, optan por esto último” (Volcker 1979, 4).

Así, Volcker optó por resolver la crisis de confianza sobre el sistema económico y financiero de US combatiendo la inflación, no importó a que precio. La Fed estranguló el crecimiento de la base monetaria y forzó al aumento estratosférico de las tasas de

interés. A cambio, la Fed cambió de una política de tipo de cambio activa a una pasiva. En efecto, el resto del mundo tendría que adaptarse a la posición estructural estadounidense. (McKinnon 1979). Detrás de este cambio estaba la visión de que el “mundo” podría felizmente absorber tantos dólares como US emitiera. Lo que habría producido un conflicto internacional irreconciliable bajo Bretton Woods es ahora reimaginando como un problema de ajuste de mercado.

Con el alza en las tasas de interés el “dólar alto” se reestableció, aunque sobrevino una recesión de doble zambullida. La recién instalada administración de Reagan instrumentó entonces una política fiscal para reforzar el gasto militar, al mismo tiempo que cortaba los impuestos sobre la población de más altos ingresos y generaba un déficit presupuestal sistemático. Mucha de la deuda de los países en desarrollo fue contratada en plazos cortos y con tasas de interés variables, de manera que el costo de refinanciar las posiciones activas se elevó. Finalmente, México declaró la moratoria de la deuda en Agosto de 1982. Esto disparó acciones similares en otros países deudores, creando la primera crisis internacional de deuda en cincuenta años. Este periodo de tasas nominales de interés sin precedentes, combinado con el estancamiento global, generó renegociaciones de la deuda y programas de ajuste por toda AL (Cline 1994, 1996) Un periodo conocido como la “década pérdida” de AL.

Al mismo tiempo, en el contexto de este déficit presupuestal, manejar la competencia entre las economías japonesa y estadounidense era una nueva y crucial realidad. En respuesta a la preeminencia manufacturera japonesa y a sus inversores aumentando sus compras de activos estadounidenses, las dos naciones se reunieron en el hotel Plaza de Nueva York en 1985 y firmaron el Acuerdo Plaza. Japón estuvo de acuerdo en enfocarse en la inversión doméstica y en aumentar el valor del yen en

relación al dólar. Este poderoso cambio político permitió distender la situación tanto interna como externa de US. Los préstamos efectuados a los países latinoamericanos con más recursos estuvieron bajo creciente presión bajo la política de ajuste monetario de Volcker. Mientras tanto, al final de la década de los ochenta, el acuerdo Plaza, después de empujar fondos hacia del mercado inmobiliario de Japón, condujo a una tremenda burbuja hipotecaria, la que estalló en 1990.

En resumen, al final de la década de los años ochenta, dos de los más importantes socios globales de US estaban paralizados en medio de crisis. AL había entrado a la “década perdida” desde 1982. Los mercados japoneses inmobiliario y accionario reventaron sus burbujas, llevando a un periodo de estancamiento del que no ha salido todavía por completo. Estos episodios demuestran la voluntad de US, bajo el liderazgo de Volcker, de buscar una posición de ventaja incluso a expensas de naciones aliadas. La política de US no parece haber sido la de una potencia hegemónica del tipo de Kindleberger, desinteresada y de gran alcance. Llevando a efecto la prometida "desintegración controlada", las políticas de US dejaron a su economía en una posición relativa buena, pero socavaron la prosperidad en otras partes del mundo.

Las dificultades por la desintermediación y las altas tasas de interés, llevaron a la sustancial desregulación de los años ochenta. Las extensas guías gubernamentales que segmentaban el mercado por productos financieros, que limitaban la expansión geográfica de los bancos y que regulaban muchos de los precios en los mercados financieros fueron eliminadas. La legislación de 1980 fue la primera de una secuencia de leyes que desregularon la actividad bancaria entre 1980 y 1990, desmantelando las restric-

ciones creadas en la era de la depresión sobre la línea de productos y el área geográfica de la competencia.

Esta reforma se efectuó durante una época de triple crisis bancarias. La crisis de deuda de AL mencionada arriba, generando grandes pérdidas e incluso forzando la disolución de algunos grandes bancos. La segunda, la crisis sistemática de las asociaciones de ahorro y préstamo de US, que eran la columna vertebral de los préstamos hipotecarios a las familias. Al inicio de los años ochenta muchas asociaciones de ahorro se vieron forzadas a sustituir la desintermediación de los depósitos por préstamos, cuyo costo excedía las ganancias de su cartera de hipotecas de largo plazo. Los expertos inicialmente dijeron que se trataba de un problema de liquidez y no de solvencia. Se decía que las asociaciones de ahorro estaban en desventaja al ser forzadas a invertir principalmente en hipotecas. La legislación nacional en 1982 redujo las reglas de inversión de las asociaciones de ahorro y expandió el mercado secundario de deudas hipotecarias. Algunas asociaciones de ahorro tenían estatutos estatales y no federales, de manera que muchos reguladores estatales también redujeron las reglas sobre las actividades permitidas a estas asociaciones. En algunos casos la desregulación fue extrema y se permitió, bajo el sistema de regulación de “dos-niveles”, un relajamiento de la supervisión. Muchas asociaciones desreguladas pusieron en marcha esquemas de inversión y especulación que pronto cayeron a tierra. En 1999 la ley de rescate proveyó los fondos masivos necesarios para una recapitalización pública (y reprivatización) de la nueva ola de quiebras de estas asociaciones (Jaffee 1989). La tercera crisis bancaria ocurrió en los estados petroleros de Texas, Oklahoma y Louisiana. La precipitada caída de los precios del petróleo a mediados de los años ochenta hizo estallar la burbuja que se desarrolló en estos estados y que llevo a muchos bancos a la quiebra.

Dentro de US, estos eventos dispararon una ola de fusiones bancarias: muchas asociaciones de ahorro y bancos petroleros fueron absorbidos por bancos comerciales saludables (Dymski, 1999) El sistema bancario estadounidense segmentado fue gradualmente reconfigurado como un sistema jerárquicamente organizado en bancos regionales. Fuera de US, esta misma coyuntura llevo a la desintegración de las viejas estructuras bancarias y a extensas fusiones. En Europa, la adopción de las reglas financieras comunes y la apertura de Europa del Este llevó a una lucha a todo lo ancho del continente por porciones del mercado. Las presiones aumentaron con la eliminación de las reglas nacionales que gobernaban las firmas financieras y los mercados.

En el Sur global, las crisis financieras (frecuentemente alimentadas por los préstamos de los bancos globales del Norte) llevaron a suavizar o eliminar las restricciones a la entrada y a las actividades de las firmas bancarias externas. Los balances de los bancos de desarrollo de esas naciones fueron asolados por las crisis financieras y la pérdida de la capacidad fiscal. Con el tiempo, los bancos de desarrollo y los bancos públicos quebraron o fueron privatizados, mientras que nuevos mercados financieros eran abiertos.

La crisis de deuda de América Latina, que había causado problemas a grandes bancos alrededor del mundo, demandaba una respuesta reguladora dramática. Hacia 1981, los reguladores de la banca de US estaban demandando estricta información del capital y de los activos de los grandes bancos, debido al deterioro de su capital (Ferguson, 2003). En 1988, el Comité de Basilea en Supervisión Bancaria, representando a los bancos centrales de varios de los países del Norte, llegó a los conocidos acuerdos de capital de Basilea. Aunque esta asociación no tiene un poder de regulación formal, sus normas de adecuación de capital ajustado al

crédito se convirtieron en un criterio para la actividad internacional de los bancos. El requisito básico del Acuerdo es que los bancos tengan 8% de capital (nivel uno) contra el total de los activos ponderados por el riesgo. El Acuerdo de Basilea fue muy controvertido en los países del Sur porque representaba un criterio obligatorio para la gobernabilidad financiera, sin haber sido democráticamente decidido.

Mientras tanto, las estructuras domésticas de gobierno financiero también se quebraban bajo la presión de las crisis. En US, la crisis de las asociaciones de ahorro y préstamo se exponían a mayores defectos en la supervisión del ahorro –el sistema de regulación de dos niveles (Barth y Litan, 1998). En este sistema, las autoridades financiera compiten en la emisión de reglas, a los intermediarios ello les permite escoger entre autoridades. Tal sistema induce a las autoridades a menores normas sobre los riesgos excesivos tomados; y no permite que la autoridad tenga un adecuado monitoreo sobre todo el riesgo financiero.

El mayor problema fue que los impagos y los riesgos de impago crecieron a niveles sin precedente dentro del sistema de instituciones de depósito regulado y en los préstamos al exterior. La discusión de una respuesta de política apropiada para la crisis de las asociaciones de ahorro y los bancos petroleros fue controlada por el “Comité de Regulación Financiera Sombra” (Benston, et. Al. 1986), que culpó al riesgo moral en los préstamos (ver Kane, 1989). De acuerdo con este diagnóstico, los seguros de depósito quitan los incentivos a las instituciones de depósito a la disciplina, de manera que sus administradores o consejos toman mayores riesgos. Este comité argumentó a favor de continuar con la desregulación, una regulación más limitada pero más efectiva. De igual manera, los análisis de la crisis de deuda de AL atribuyeron a la falta de pago el riesgo moral y especialmente al inadecuado “esfuerzo” de los deudores por pagar.

La idea de que la reforma los micro-mecanismos en la intermediación financiera evitaría la crisis misma pasa por alto el hecho de que la solución tanto respecto del ahorro local, como de la crisis financiera en AL requerían de las intervenciones de prestamista de última instancia. En la crisis de las asociaciones de ahorro y préstamo, la intervención federal ayudó a las instituciones de depósito lastimadas mientras rescataba al sistema que financiaba a los hogares en US.

Al final, el sistema de ahorro quebró y los problemas del riesgo de liquidez fueron resueltos a través de la combinación de un masivo rescate federal y un sustancial mecanismo de titulación para los préstamos hipotecarios que se movieron fuera del balance de los prestamistas. Esto es, el riesgo financiero de los bancos regulados fue mitigado a través de crear una nueva clase de títulos, los MBS o títulos respaldados por hipotecas, que transfieren las obligaciones de crédito hacia mercados financieros más amplios. Una solución similar se encontró para los grandes bancos comprometidos en la crisis de deuda de AL. Muchos de esos bancos con deudas malas hacia AL las vendieron al mercado con los novedosos y recién creados “Bonos Brady”.

Esta pragmática respuesta a esta triple crisis de manera conjunta tuvo el efecto de separar el riesgo a lo largo de varios sub-sectores financieros, de los cuales solamente una fracción estaban bajo una supervisión prudencial. Una discusión retrospectiva de la crisis bancaria de los años ochenta por los miembros del comité y otras autoridades financieras reconoció que un esfuerzo más comprensivo para evitar el riesgo moral no fue considerado (Kaufman y Litan, 1993). Sin embargo, ni esta revisión ni otros análisis contemporáneos consideraron la incoherencia potencial a nivel macro que la dispersión de riesgo, más allá de la supervisión

de los reguladores institucionalmente enfocados, podría introducir a las dinámicas del sistema financiero.

En efecto, la gobernabilidad financiera asignó una ponderación de cero a los riesgos financieros y usaron esta considerable capacidad para minimizar cualquier interrupción del proceso financiero y del crecimiento económico. En contraste, el FMI, en su actuación como prestamista del última instancia para las naciones deudoras de América Latina, operó como si la minimización del riesgo financiero de los acreedores globales fuera todo lo que importara. Los economistas del FMI argumentaban que el crecimiento económico solamente puede venir de la adopción de políticas macroeconómicas apropiadas (amigablemente neoliberales). Estos países tienen poca o nula capacidad de resolver los problemas de prestamista de última instancia por ellos mismos; consecuentemente, sus hogares y firmas se verían expuestas a todas las formas de riesgo financiero. Este riesgo podría disciplinar a los intermediarios financieros de AL. Ello junto con políticas macroeconómicas apropiadas, debería renovar el crecimiento y permitir que la deuda externa sea pagada. Sin embargo, esta deuda nunca fue perdonada, por ejemplo, las obligaciones de deuda soberana del Brasil de 1980, fueron pagadas en 2006.

Como Volcker anticipó, la hegemonía financiera estadounidense constituyó una ventaja comparativa en un mundo de mayores crisis. En cualquier caso, este es un peculiar privilegio de la hegemonía de estar parcialmente a cobertura de las fallas que surgen de cada una de las severas crisis, en tanto que esta hegemonía en si misma no sea vencida.

Protección asimétrica y turbulencia financiera (1991-2001)

La caída del muro de Berlín en 1989 sugirió que los noventa constituyeran el comienzo de un nuevo siglo americano, en el cual US dictaría la geopolítica y los ritmos económicos de un mundo de

“un solo superpoder”. El Consenso de Washington (CW) gobernó la política macroeconómica de manera que, para asegurar la prosperidad o para recuperarse de la crisis, los gobiernos debían mantener la disciplina fiscal y permitir la entrada irrestricta de bienes y capitales. Igual que a finales de los ochenta, este arreglo funcionó al abrigo del crecimiento estadounidense: el dólar se mantuvo alto; la cuenta corriente de US se hundía cada vez más profundamente en déficit; y, los ingresos de capital a US crecieron de forma correspondiente.

El crecimiento económico en el Sur global durante el periodo del CW fue significativamente peor que en la Epoca de Oro (Chang 2008). Además, las crisis financieras globales continuaban. El primer gran brote fue la crisis *tequila* de México. La ratificación del TLCAN en 1994 había sido acompañada de la privatización de la banca mexicana, que fue vendida a empresarios nacionales. Confiado en su trayectoria de crecimiento, México pidió dólares prestados de Wall Street mediante Tesobonos, a ser pagados en pesos. Pero una corrida contra el peso y el colapso del mercado de Tesobonos ocurrió en 1994-95, lo que devastó el ingreso de los consumidores y de los pequeños negocios, lo que arruinó el balance de bancos mexicanos, que habían estado promoviendo los préstamos al consumo. En la estela de la crisis, el gobierno mexicano asumió gran parte de la deuda chatarra de los bancos mexicanos y luego los vendió a bancos e inversionistas extranjeros.

La llamada “crisis tequila” fue preocupante porque no fue poco anticipada por los inversionistas y acreedores. Obstfeld (1994) ofreció una explicación creíble al delinear un “modelo de segunda generación” de las crisis cambiarias. En él se argumenta que las creencias no lineales de los participantes en los mercados pueden crear crisis, independientemente de los fundamentos de la economía a nivel macro o en el sistema bancario. Aunque poco

reconfortante para México, esta lectura sugirió que las crisis probablemente ya no son señal de problemas estructurales, sino que más bien se trata de contar con sistemas de alertas tempranas que deben ser más refinados.

Dos años después, se desató una crisis financiera mucho más larga y funesta, otra vez en economías con fundamentos aparentemente sólidos. Los países del sur y suroeste de Asia habían experimentado niveles firmes de préstamos e inversiones extranjeras durante los noventa. Se consideraba que estas entradas en la cuenta de capital habían facilitado los procesos de urbanización y de incorporación a la producción global. Las elevadas tasas de crecimiento hicieron parecer estables estas entradas. Sin embargo, la crisis financiera asiática emergió como crisis cambiaria en Tailandia e Indonesia en mayo de 1997, y luego llevaron a crisis bancarias en esos países. Estas crisis sorprendidas estimularon ataques especulativos en contra de las divisas de otros países asiáticos, causando más daño a las balanzas. A mediados de 1997, la crisis golpeó con toda potencia a Corea del Sur. Este país fue una víctima sorprendente pues había solicitado membresía de la OCDE en 1995 y se había convertido en la undécima mayor economía mundial. Los especuladores y oficiales de los bancos no perdonaron a este país ejemplar en el nivel de crecimiento nacional bajo el neoliberalismo. Gastadas sus reservas, Corea se vio obligado a firmar un acuerdo con el FMI el 24 de diciembre de 1997. Durante los siguientes años, (Dymski, 2006), el sistema bancario de Corea estuvo plagado por crisis de solvencia seguidas de esfuerzos fallidos de racionalización. Este extendido episodio multinacional ofreció más evidencias del poder de los efectos de contagio. Otra vez, el país bajo amenaza (Corea) pagó grandes sumas para preparar su sistema bancario para el mercado, mientras analistas lamentaban la necesidad de un control prudencial del riesgo financiero.

El último gran episodio de crisis financiera en este periodo involucró a Long-Term Capital Management (LTCM). LTCM era un hedge fund enorme, uno de los fondos no regulados que explotaron las grietas en la fachada de la regulación financiera. Los hedge funds permitieron a inversionistas ricos amasar ganancias mediante estrategias no ortodoxas. Específicamente, los márgenes positivos de flujo de efectivo fueron creados no por emitir activos basados en información a prestatarios ‘reales’, sino a través de apuestas apalancadas basadas en contrarrestar contratos de los mercados de futuros y contratos de derivados. La realización de ganancias significativas requiere de la replica en gran volumen de esos juegos -antes de que pueda reaccionar el arbitraje del mercado. En este terreno flamante de “la toma de posiciones financieras” lo que importa no es lo que sabes sobre la industria, sino lo que sabes sobre la dinámica del intercambio en el mercado en si. LTCM fue atrapado en una posición demasiado riesgosa en el rublo ruso y las tasas de interés rusas (Lowenstein, 2000). El resultado fue una corrida contra el rublo, el cual hizo daño a otras divisas y expectativas de crecimiento no solamente para Rusia, sino también para Brasil y Turquía. La crisis se resolvió cuando la Fed coordinó una respuesta de prestamista de última instancia con algunos de los bancos de Wall Street

A lo largo de este período, la hegemonía financiera de US aparecía sólida y la demanda del dólar se mantuvo alta. Los mercados líquidos de US estaban asegurados debido al bajo nivel de inflación. US parecía ser un puerto seguro en un mundo plagado por crisis recurrentes y cada vez más impulsadas por las creencias. El FMI tenía capacidad suficiente para rescatar a economías en el sur global y los bancos del norte global tenían el capital accionario para adquirir y recapitalizar los sistemas bancarios del sur global que quebraron en tales crisis. La crisis del LTCM aparentemente probó que el complejo de megabancos de Wall Street tenía la

capacidad suficiente, cuando coordinaba sus acciones con la Fed para actuar como prestamista de última instancia y para asegurar que la quiebra de un gran fondo financiero enfocado en el arbitraje no llevaría a una crisis de liquidez.

Pero los desafíos de la gobernabilidad financiera fueron evolucionando a nivel nacional y global. En la llamada “crisis *tequila*”, la actuación nacional post crisis demostró ser crucial, la misma llevó a la compra de bancos locales por bancos multinacionales cuya capacidades e instintos estratégicos serían, se supuso, superiores. No hubo rescate de prestamista de última instancia en el caso de la economía mexicana que fue obligada a absorber los efectos de un *credit crunch* interno, el cual llevó a la quiebra de una tercera parte de las pequeñas empresas en México y a una reducción significativa en los salarios reales. En la crisis financiera del Este de Asia, la actuación nacional post crisis también fue un factor central. Otra vez, la compra de bancos locales por bancos multinacionales fue un rasgo prominente de la respuesta oficial. Además, nuevamente no hubo rescate de prestamista de última instancia. Los ajustes provinieron del sector real y muchas veces fueron sumamente complicados.

La crisis de LTCM sí involucró una acción del prestamista de última instancia, como se ha mencionado y llevó a una mayor supervisión prudencial a nivel nacional. Los límites fueron impuestos sobre “las tomas de posición” de los hedge funds y se crearon requerimientos de mayor transparencia. Pero las reglas para los préstamos no bancarios destinados al arbitraje no fueron modificadas de forma fundamental. A diferencia de las medidas drásticas empleadas para reformar los “crony capitalist” y salvar a los bancos de Asia, la Fed de Nueva York orquestó un desenlace ordenado para los inversionistas de Wall Street. El impacto producido por la crisis de LTCM en el desorden en los mercados financieros y en las cargas de deuda del sur global y su crecimiento

macroeconómico nunca fue calculado ni compensado de manera alguna.

En resumen, estas respuestas a las crisis de los noventa incrementaron el alcance y el posicionamiento de mercado de los bancos del norte global, a la vez que subrayaron la naturaleza asimétrica de la protección global hegemónica. No fue sorprendente entonces que la última víctima de esas crisis entre 1994-2001 fuese el acuerdo de Basilea en si mismo. Dado que Basilea I no había sido útil para prever o frenar las nuevas crisis fue objeto de fuertes críticas, especialmente debido a la poca flexibilidad de las formas de medición que estableció. Los ajustes ponderados por riesgo de Basilea I no distinguieron entre los diferentes contextos de riesgos de activos sectoriales en países diferentes. Particularmente en la crisis del LTCM, Basilea I no captó las consecuencias de riesgo financiero de los compromisos apalancados dentro y fuera de los balances, mismos que conformaban cada vez más los negocios de los mayores bancos del mundo.

Las reglas propuestas para Basilea II respondieron en parte a esos problemas. Se desarrolló una aproximación más matizada en tres partes para evaluar el riesgo financiero de las instituciones financieras y se hicieron más flexibles las ponderaciones de riesgo. Más controversial fue el trato del riesgo presente en las operaciones fuera del balance, basadas en derivados, al cual estaban expuestos los megabancos globales. Los reguladores no pudieron ponerse de acuerdo en criterios o procedimientos capaces de identificar el riesgo de forma precisa, sin enfrentar la dificultad de ser esquivados por los participantes del mercado. Los nuevos instrumentos de arbitraje y las estrategias basadas en la cobertura que los bancos emplearon eran tan sensibles al tiempo que ninguna regla de captura de datos podría proveer evaluaciones de riesgo precisas. Además, las posibilidades de “tomas de posiciones”

apalancadas eran tan amplias que el riesgo financiero solamente puede ser evaluado a través de un gran número de escenarios de expectativas y colapsos totales. Así, los bancos que se metieron en tales actividades fueron de hecho responsables de su propias pruebas de tensión. Esto era una entrega calculada, pero evidenciada por el hecho de que ningún conjunto de reglas sobre la transparencia de instrumentos financieros o el apalancamiento fueron puestas en práctica. La premisa era que los grandes jugadores involucrados en tales prácticas tenían los incentivos para asegurar que sus propias actividades no arruinarían los parámetros de los mercados que facilitan sus actividades, puesto que éstas solo buscan incrementar sus ingresos.

Lo que no consideró este arreglo fue que las actividades colectivas de cada uno de estos múltiples jugadores, en conjunto, podría minar de forma endógena los parámetros a los cuales cada jugador individual consideraba que estaba reaccionando. Generando así una crisis sistémica aún si los propios balances de los bancos, considerado de manera restringida, aparentemente alcanzaban los estándares de Basilea. Pero este es justamente el problema sistémico al cual los hedge funds -y luego, los *private equity funds* y los fondos de inversiones estructurados- pueden activamente crear. Primero, las proporciones de capital accionario/activos no están sujetas a regulación, como si lo están en el caso de los bancos. Segundo, estos fondos son “copiones” notorios. Una vez que un fondo perfecciona una estrategia de arbitraje, otros fondos lo puede imitar. La imitación presiona a la baja los márgenes, de tal forma que esos fondos expanden sus volúmenes para alcanzar las metas de ganancia. En efecto, las estrategias intensivas de liquidez se hacen principalmente cuando la generación de ingresos depende de descalces de tasas. Dado que los descalces de tasas suelen involucrar descalces de riesgo, las estrategias intensivas de liquidez se usan primero para reproducir múltiples diferenciales de riesgo y luego para explotarlos. Tercero, en la medida en que más

participantes entran en tales esquemas, sus “jugadas” crean relaciones cada vez más estrechas entre los participantes a lo largo de los mercados globales financieros y corporativos. Así, lo que constituye el riesgo está cada vez más estrechamente definido, aún cuando la liquidez global sea cada vez más requerida. Tales elementos probaron ser determinantes en la crisis que estalló en 2007-08.

Estrategias de inversión subprime e intermediación intensiva de liquidez (2002-2008)

Los años dos mil vieron el crecimiento de una burbuja inmobiliaria, la cual colapso en 2007 cuando muchos prestatarios no pudieron suportar los compromisos hipotecarios contratados durante las últimas fases del auge. La mayoría de esas quiebras involucraron las hipotecas subprime. La crisis “subprime” evolucionó en una crisis generalizada de liquidez e insolvencia a escala global, cuyas causas y consecuencias han sido analizadas (Demyanyk y Van Hemert, 2007; Dymiski, 2008, y Kregel, 2008).

La crisis subprime resultó de la convergencia de varias fuerzas dentro del sistema financiero de US. Primero se precipitó un cambio en la estrategia bancaria. Después de las tres crisis bancarias en US en los años ochenta, los bancos que sobrevivieron enfatizaron los préstamos al consumidor en los mercados menoristas de mayor afluencia. A su vez, refinaron una esquema de otorgar préstamos estandarizados, basados en “las creencias convencionales”, esquema por el cual las hipotecas fueron hechas cada vez más para ser vendidas en los mercados secundarios. Al principio, dejaron a las áreas de menor ingreso y de minorías raciales a un sistema bancario “al margen”, compuesto por tiendas de cobro de cheques, compañías financieras y casas de empeño (Dymiski y Veitch 1996). Pero los bancos luego comenzaron a apreciar el potencial económico de las áreas de menores ingresos y

de gran población con minoridades raciales, y empezaron a incrementar sus actividades en estas áreas (muchas veces a través de subsidiarias). En particular, los bancos quisieron expandir su reducida porción del mercado en rápida expansión de eran las remesas (Orozco, 2004). Por ejemplo, (Katkov, 2002) hizo la estimación de que los hogares sub o desbancarizados podrían generar unos 6.2 mdd en comisiones.

El segundo factor fue la historia de inequidad racial en los mercados crediticios, la cual arrojó una sombra sobre la actividad creciente de los bancos en áreas con concentraciones de minorías raciales. A lo largo de muchos años, la legislación federal y activistas financieros han empujado a los intermediarios financieros para proveer crédito a individuos y áreas desatendidas por el mercado. A mediados de los noventa, los prestamistas ingenieron nuevos instrumentos de crédito, dirigidos a clientes de “alto riesgo” de bajos ingresos y en muchos casos minorías raciales. El crédito fue proveído a altas tasas de interés, con elevadas penalidades y con altos requerimientos de colateral. El rango de opciones cubría desde préstamos de “día de pago” de corto plazo a financiamiento a bienes de consumo duraderos, o bien a primeras o segundas hipotecas para dueños de casas. Estas hipotecas “subprime” fueron denominadas como prácticas “depredadoras” por muchos analistas. Desde su introducción inicial a principios de los noventa, estos instrumentos crecieron a un ritmo frenético en zonas históricamente sujetas a la exclusión financiera.

En tercer lugar está la disponibilidad de intermediarios dispuestos a absorber activos basados en estos préstamos de alto riesgo al comprarlos en mercados secundarios. Los *hedge funds* y *private equity funds* fueron cruciales en esta demanda. Sin la carga de mayor regulación y supervisión, tales entidades proveyeron un punto de partida para estrategias de inversión de alto riesgo y alto apalancamiento. El crecimiento continuo de intermediarios finan-

cieros híbridos y no regulados, cuyas ganancias se basan en el arbitraje y no en el “conocimiento intrínseco”, estimularon la demanda por el crédito *subprime*. En poco tiempo, la titulación fue expandida a incluir a los préstamos bancarios puente para adquisiciones o deuda de tarjetas, etc.

La disponibilidad de los mercados financieros de absorber títulos *subprime* transformó el paisaje de posibilidades estratégicas de los bancos. Anteriormente, solamente algunas hipotecas podían titulizarse, es decir, aquellas hipotecas con ciertos parámetros (20% enganche, comprobación de los ingresos del prestatario, etc.) que conformaban con las pautas con que operaba de Fannie Mae. Ahora, hipotecas que no tienen estos parámetros fueron suscritas y titulizadas, afuera de la órbita de Fannie Mae. Los bancos podían hacer préstamos de alto riesgo y luego deshacerse de los riesgos que habían asumido.

Entonces si bien la discriminación en el mercado de préstamos antes había dejado a hogares y áreas sin acceso al crédito, muchos más hogares ya estaban siendo incluidos en las finanzas – aunque bajo términos y condiciones que aumentaron el riesgo de impago. Inicialmente, las prácticas de hipotecas *subprime* tuvieron un gran impacto entre los hogares de la tercera edad o familias de color y áreas de minorías étnicas. Por ejemplo, un estudio nacional de datos de 2000 de Home Mortgages Disclosure Act (Bradford, 2002) encontró que las probabilidades de que los negros recibieran hipotecas *subprime* fue el doble de las de los blancos, y de latinos del 40% al 220% más probable.

El creciente *boom* hipotecario provocó que los precios de bienes raíces de algunos mercados regionales de US subieran más allá de los alcances de los residentes, si es que usaran hipotecas convencionales basadas en los ingresos reales de los prestatarios. Esto

generó la necesidad de hipotecas que se basaban en enganches menores y/o suposiciones heroicas sobre la capacidad del prestatario de dar servicio a la hipoteca. Las hipotecas *subprime* ofrecieron la solución: aumentaron la base de compradores de casas en mercados sobrecalentados al enfatizar la dinámica potencial del precio del activo inmobiliario y no la solvencia del prestatario.

El excesivo riesgo de no pago justificó las altas tarifas, tasas y cláusulas de penalidad ofrecidas en áreas financieramente excluidas. Además, la rápida alza en los precios inmobiliarios sugirieron que los riesgos de hoy eran apuestas seguras de mañana. Mientras los mercados se fueron calentaron y más proveedores entraron, las innovaciones basadas en la apreciación de los precios inmobiliarios aparecían. Por ejemplo, la hipoteca 2/30 ofreció una tasa hipotecaria introductoria subsidiada por dos años, después de los cuales una tasa de mercado estaría asegurada por treinta años. Con los compradores dispuestos a agrupar diversas hipotecas sobre los inmuebles, los activos que no cumplían con las normas o activos “no confortantes” se volvieron la opción convencional para los compradores primerizos en algunos mercados regionales.

El apalancamiento extraordinario que ofrecieron a compradores de casas (culminando en los préstamos sin enganches que aparecieron en 2005) reflejaron las oportunidades de ganancias apalancadas que ofrecieron a los *hedge funds* y bancos propietarios de esos fondos. Con los mercados financieros estadounidenses altamente líquidos, los títulos respaldados por hipotecas explotaron en volumen.

La disponibilidad de los tenedores de activos de cargar títulos con la opacidad característica de las hipotecas “no confortantes” en cuanto a riesgo, ganancia y maduración, llevó a los bancos a vender y agrupar muchos otros tipos de préstamos. Pronto los

mortgages baked securities MBS fueron vistos como un componente de una clase más amplia de *collateralized-debt obligations* (CDOs). La práctica de dividir los ingresos financieros esperados en porciones *tranches* y reordenarlos en nuevos instrumentos sintéticos llegó al punto en donde posiblemente ni el vendedor ni el comprador de un título sabía las características exactas de riesgo.

Al igual que cada período de exceso financiero, los prestamistas tuvieron la mayor confianza por el hecho de que otros estaban empleando las mismas convenciones. Muchos tipo de fondos intermediarios -los *private equity*, bancos de inversión y bancos comerciales- establecieron fondos *subprime* y de *CDOs*, directamente o mediante *hedge funds*.

En resumen, la burbuja inmobiliaria/*subprime* combinó la experiencia de arbitraje presente en el LTCM sobre futuros de divisas/tasas de interés, con la lógica industrial de la maquina crediticia estandarizada basada en riesgo de US. Combinó además, a esos dos con una visión desorbitadamente optimista del valor inmobiliario que era validado mediante creencias convencionales y auto reafirmantes. Esta burbuja dependía de la liquidez extraordinaria del mercado financiero estadounidense. Así, a nivel macro, estos activos dependían de la posición de la economía estadounidense como un receptor global de liquidez. Una vez que estas precondiciones se desmoronaron, también lo hizo el mercado *subprime*.

La falta de regulación prudencial fue claramente evidente durante la inflación y desplome de la burbuja. En US, las regulaciones sobre bancos comerciales fueron relajadas durante los años en que crecieron los préstamos *subprime*. Por ejemplo, los bancos comerciales pudieron crear y mantener grandes volúmenes de *CDOs*

solamente porque estos activos no contaban sobre sus requerimientos de capital bajo Basilea I. Grandes bancos globales estaban en transición hacia las reglas propuestas bajo Basilea II. Las nuevas reglas obligaban a que todo banco grande realizara sus propios escenarios de pruebas de tensión para asegurar que sus combinaciones particulares de derivados, compromisos en mercados a futuro, etc., podrían sobrevivir en varios escenarios de elevación de riesgos.

Los préstamos *subprime* fueron otorgados por entidades no reguladas. En muchos casos, estas entidades eran filiales o estaban asociadas con bancos regulados, particularmente los megabancos. En cuanto a tales bancos, estos participaron en el origen de las hipotecas *subprime* para incrementar sus actividades basadas en comisiones; y establecieron recursos para almacenar préstamos *subprime* en la forma de fondos para incrementar el flujo de efectivo. El hecho de que estos fondos podían ser considerados como independientes de los balances de los bancos otorgantes, muestra que tan rápido habían sido olvidadas las lecciones de la crisis de los bancos de ahorro en los años ochenta.

La transferencia, paso a paso, de los riesgos de no pago, hacia entidades fuera del alcance regulatorio de las autoridades reguladoras regresaron a perjudicar a los reguladores estadounidenses en la crisis *subprime*. Además, medidas que antes habían sido suficientes para mantener el orden en los mercados no alcanzaron en esta nueva época. Su jugada clave durante la crisis de LTCM había sido reclutar a los megabancos de Wall Street a otorgar préstamos para permitir a LTCM cancelar sus posiciones con pérdidas. Eso no fue posible en la crisis *subprime*, pues muchos de esos mismos megabancos estaban sobreexpuestos en el mercado *subprime* y también insuficientemente capitalizados. Ninguna medida definitiva de rescate ha surgido, en parte porque la crisis *subprime* ha servido como disparador de una caída general en el

mercado inmobiliario, en el cual los tenedores de hipotecas convencionales poseen casas cuyo valor ya es menor que su hipoteca. Las intervenciones realizadas por la Fed hasta ese momento se habían enfocado en la estabilización de los mercados de crédito e hipotecario. Tales intervenciones han sido realizadas en una divisa cuyo valor se está cayendo frente a otras divisas globales. Aunque eso puede alentar la desaparición del dólar como la divisa de reserva global, en este caso no hay alternativa.

Implicaciones y conclusiones

Las implicaciones de la crisis *subprime* todavía se están definiendo, pero claramente la idea de que los bancos y mercados son capaces de evaluar y distribuir el riesgo financiero de forma autónoma ha sido socavada. Entre otros, el presidente de la Fed, Ben Bernanke, ha reclamado mayor supervisión de los riesgos generados en los mercados financieros. Así, en una conferencia bancaria en Chicago, Bernanke planteo que: “los supervisores tienen que duplicar sus esfuerzos para ayudar a las organizaciones a mejorar sus prácticas de manejo de riesgo” (*Bloomberg News*, 15 de mayo, 2008).

Pero tales señalamientos no toman en cuenta la magnitud de los riesgos financieros que los reguladores tienen que administrar. La lógica industrial de competencia en la industria financiera –la cual hace a esta industria incapaz de supervisar sus propias tomas de riesgo- genera riesgos con altos niveles de volumen que fácilmente pueden inundar protocolos de supervisión caso por caso. Así, aparte de sus responsabilidades sobre aumentos de riesgo en casos específicos, los reguladores también tienen que anticipar y bloquear los comportamientos y las innovaciones, cuyas consecuencias sistémicas para el riesgo financiero agregado pueden poner en jaque a la infraestructura financiera.

Cómo separar en tiempo real, entre estrategias que amenazan o no, la estabilidad sistémica, no es el objetivo de este artículo. Pero vale una observación. Parece claro que la estabilidad sistémica requiere el acoplamiento de estrategias intensivas de liquidez. La liquidez de mercados financieros no se limita a la psicología del mercado, sino también a los factores macro estructurales enfatizados aquí. En efecto, las ganancias en eficiencia que resultan de la aplicación de estas estrategias para maximizar las ganancias para los ricos y participantes de los mercados no pueden colocarse por encima de los riesgos desconocidos (y tal vez no conectados) que estas estrategias pueden crear para el sistema financiero global.

Cualesquiera que sean las medidas para aplazar o limitar la magnitud de crisis futuras, la capacidad de responder efectivamente a las crisis mantiene su importancia fundamental. Hemos notado la paradoja en la cual los países con una fuerte capacidad de prestamista de última instancia tienen menores incentivos de controlar el riesgo micro-generado. Eso no quiere decir que el mejor desenlace es la llegada de un mundo en el cual ningún país o entidad, frente a cualquier eventualidad, disponga de la capacidad de prestamista de última instancia. Tal capacidad, en alguna medida, es claramente necesaria bajo cualquier escenario global.

Un sistema de gobierno financiero efectivo requiere de una autoridad capaz de reconstruir relaciones bancarias y financieras cuando éstas generan crisis. De manera que un sistema sostenible tiene que administrar estas intervenciones de forma equitativa. Las firmas financieras, cuyos sistemas nacionales financieros cuentan con mercados más avanzados, no deben, al mismo tiempo, poder planificar, que errores cometen en otros sistemas financieros que resulten en operaciones de rescate asimétricas cuyos costos se pagan en otro lugar.

Tal lógica nos lleva a una conclusión difícil. Nada que se acerque a una gobernabilidad global financiera se vislumbra, pero los sistemas basados en el poder nacional hegemónico están expuestos a asimetrías en las reglas de supervisión prudente, y a asimetrías en los recursos post crisis utilizados para restaurar los mercados y las instituciones quebradas. En estos momentos no se sabe si US perderá su posición hegemónica, y si el dólar perderá su aceptación universal. Tampoco se presenta un sucesor evidente ni se ve probable otro acuerdo al estilo de Bretton Woods. Hay vínculos claros entre el poder político global y el económico con la distribución de una divisa hegemónica y el poder financiero. Hace no tanto tiempo, el siglo Americano parecía estar reanudándose, pero ahora, otra vez, el poder americano está en declive. Lo que queda por ver es si una hegemonía financiera nacional puede juntar, al mismo tiempo: la capacidad de responder a las crisis; la disciplina para regular los riesgos financieros de los bancos nacionales que gozan de la cobertura de divisas hegemónicas; y, la voluntad de restaurar la capacidad sistémica post crisis en sistemas bancarios nacionales que no son los suyos.

Bibliografía

- Barth, James R., y Robert Litan, (1998), “Lessons from Bank Failures in the United States,” en Gerard Caprio, Jr., William Hunter, George Kaufman, y Danny Leipziger, *Preventing Bank Crises: Lessons from Recent Bank Failures*. New York: Economic Development Institute of the World Bank. Pp. 133-172.
- Benston, George J., Robert A. Eisenbeis, Paul M. Horvitz, Edward J. Kane, y George G. Kaufman (1986) *Perspectives on Safe and Sound Banking: Past, Present, and Future*. Boston: MIT Press.
- Bradford, Calvin, *Risk or Race? Racial Disparities and the Subprime Refinance Market (2002)*, A report prepared for the Center for Community Change. Carvalho, Fernando J. Cardim, “The IMF as Crisis Manager: An Assessment of the Strategy in Asia and its Criticisms,” *Journal of Post Keynesian Economics* 23(3), pp. 235-66.

- Chang, Ha-Joon, *Bad Samaritans: Rich Nations, Poor Policies and the Threat to the Developing World* (2007) New York: Random House.
- Cline, William R. *International Debt: Systemic Risk and Policy Response* (1984), Washington, DC: Institute for International Economics.
- Cline, William, *International Debt Reexamined* (1996), Washington, DC: Institute for International Economics.
- Demyanyk, Yuliya, y Otto Van Hemert (2007), "Understanding the Subprime Mortgage Crisis," mimeo, Federal Reserve Bank of St. Louis, December 10.
- Dymski, Gary A., *The Bank Merger Wave* (1999) Armonk, NY: M.E. Sharpe, Inc.
- Dymski, Gary A. (2006), "La Crise des Banques Coréennes après la Crise," *Revue de Tier Monde*, Special Issue on Asia, No 186 – Abril-Junio 2006. Pp. 361-384.
- Dymski, Gary A., (2008), "The Political Economy of the Subprime Meltdown," mimeo, August 2008. *Historical Materialism*.
- Dymski, Gary A., and John M. Veitch, (1996), "Financial Transformation and the Metropolis: Booms, Busts, and Banking in Los Angeles," *Environment and Planning A*. 28(7), July 1996. Pp. 1233-1260. Eaton, Jonathan, Mark Gersovitz, and Joseph Stiglitz (1986), "The Pure Theory of Country Risk," *European Economic Review* 30, 1986: 481-513.
- Ferguson, Jr., Ronald W. (2003), "Capital Standards for Banks: The Evolving Basel Accord," *Federal Reserve Bulletin*, Septiembre 2003, pp. 295-305.
- Jaffee, Dwight (1989), "Symposium on Federal Deposit Insurance for S&L Institutions," *Journal of Economic Perspectives* 3(4), otoño 1989: 3-10.
- Kane, Edward J. (1989), "The High Cost of Incompletely Funding the FSLIC Shortage of Explicit Capital," *Journal of Economic Perspectives* 3(4), otoño 1989: 31-48.
- Katkov, Neil (2002), *ATMs: Self-Service for the Unbanked*. Octubre. Tokyo: Celent Communications.
- Kaufman, George G., y Robert E. Litan, editors (1993), *Assessing Bank Reform: FDICIA One Year Later*. Washington, DC: Brookings Institution.

- Kindleberger, Charles P. (1973) *The World in Depression, 1929-1939*. Berkeley: University of California Press.
- Kindleberger, Charles P. (1974), *The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic History*. Princeton: International Finance Section, Princeton University.
- Kregel, Jan (2008), “Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis,” Levy Institute Working Paper No. 530, Annandale-on-Hudson, New York, Abril 2008.
- Lowenstein, Roger (2000), *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. New York: Random House.
- McKinnon, Ronald I. (1979) *Money in International Exchange*. New York: Oxford University Press.
- Obstfeld, Maurice (1994) “The Logic of Currency Crises,” Working Paper No. 4640, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Orozco, Manuel (2004) *The Remittance Marketplace: Prices, Policy, and Financial Institutions*. Washington, DC: Pew Hispanic Center.
- Parboni, Riccardo (1981) *The Dollar and Its Rivals*. Trans. Jon Rothschild. New York: Verso Press.
- Volcker, Paul A. (1979) “The Political Economy of the Dollar,” *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Invierno 1979: 1-12.

Fecha de entrega: diciembre 2010

Fecha de aprobación: marzo 2011.