

EL RETO DEL SIGLO XXI

REGULAR EL SISTEMA FINANCIERO GLOBAL

Alicia Girón
Eugenia Correa
(coordinadoras)



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Esta investigación, arbitrada por pares académicos, se privilegia con el aval de la institución editora.

HG3881

R47

El reto del siglo xxc regular el sistema financiero global / Samuel Lichteneztejn ... *jet al.* / Alicia Girón y Eugenia Correa (coordinadoras). -- México, D.F. UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, 2012. 181 p. ISBN 978-607-02-3022-6

1. Finanzas internacionales. 2. Finanzas internacionales -- Leyes y legislación. 3. Finanzas -- Política gubernamental. I. Lichteneztejn, Samuel, 1934- , colab. II. Girón, Alicia, ed. III. Correa, Eugenia, ed.

Primera edición 8 de marzo de 2012

D.R. © UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
Ciudad Universitaria, Coyoacán,
04510, México, D.F.
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS
Circuito Mario de la Cueva s/n
Ciudad de la Investigación en Humanidades
04510, México, D.F.

ISBN 978-607-02-3022-6

Diseño de interiores y portada: Marisol Simón y Enrique Amaya.
Corrección y cuidado de la edición: Marisol Simón.

"Prohibida la reproducción total o parcial por cualquier medio sin la autorización escrita del titular de los derechos patrimoniales"

Impreso y hecho en México

ÍNDICE

DUCCIÓN	9
A UNA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL: ¿QUIÉN SERÍA EL ARQUITECTO?, <i>Samuel Lichtenztejn</i>	17
ducción, 17; Estados Unidos, 18; Japón y la Unión Euro- o; China, India, Rusia y Brasil, 21; El G-20, 22; El Fondo itario Internacional, 24; Conclusiones, 28; Bibliografía, 28.	
IA PÚBLICA, RESCATE Y ESTABILIZACIÓN IS MERCADOS FINANCIEROS, <i>Eugenia Correa</i>	29
ducción, 29; La deuda y el déficit, 31; Políticas de admi- ación de la crisis financiera en 2007 y la deuda pública, libliografía, 42	
RACIÓN E INSTITUCIONES FINANCIERAS, <i>Jan Kregel</i>	45
ducción, 45; Apreciaciones en torno a las dife rentes pers- vas de regulación, 45; Las restricciones implícitas a las su- les bancarias limitan el tamaño de los bancos, 52; El arbi- de regulación global y de gran tamaño, 53; La legislación monopolio y el tamaño de los bancos, 54; Conclusiones, 58;)grasa. 59.	
EL SISTEMA FINANCIERO PARALELO, <i>Alicia Girón</i>	61
succión, 61; Sistema financiero paralelo o "sombra", 63; ciarización y titulización, 64; Política monetaria y volati- en el precio de activos, 65; Los bancos y los inversionistas racionales, 67; Operaciones de derivados, 70; Propuestas de ^eión y supervisión, 72; Conclusiones, 76; Bibliografía, 78.	

REGULANDO EL SISTEMA FINANCIERO PARALELO

*Alicia Girón**

La regulación del mercado financiero es una medicina preventiva. Merece ser centro de atención. La medicina preventiva tanto para la salud personal como financiera es importante. La enfermedad que aflige a los mercados financieros es todavía un malestar que se ha convertido en una epidemia. Los pacientes del mercado financiero están seriamente afectados -con enfermos terminales y quizás podemos esperar más accidentes y víctimas. Las cortes son nuestros hospitales. Nosotros debemos preocuparnos si realmente los funcionarios y el personal está calificado para conducirlos.

Golden, 2009.

INTRODUCCIÓN

La regulación ha sido una medicina preventiva del sistema monetario internacional para mantener saludables los circuitos financieros tanto en escala nacional como internacional. La legislación en torno a la regulación y supervisión es indispensable para lograr el crecimiento económico y el equilibrio

• Tutora del Posgrado de Economía y de Estudios Latinoamericanos e investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas de la INAM.

Este trabajo es parte del proyecto "Inestabilidad financiera y cambio institucional: desafíos y acuerdos" financiado por enrrur de la Dirección de Asuntos del Personal Académico y el Instituto de Investigaciones Económicas de la UNNm. La autora agradece el apoyo del becario Francisco González Munive por la elaboración de las bases estadísticas.

entre las instituciones bancarias y no bancarias. Podríamos decir que entre 1944 y 1971, el equilibrio en los mercados financieros se sostuvo con eficacia y dentro de márgenes adecuados, que facilitaron el crecimiento económico de los países industriales y de los subdesarrollados gracias a la regulación del sistema financiero internacional. Las leyes regulatorias establecidas desde los años treinta ayudaron a resolver y ordenar las actividades tanto de la banca comercial como de la de inversión que sufrieron pérdidas cuantiosas con el *crack* del 29 durante el siglo pasado.

La Ley Glass-Steagall (1933) ayudó a definir muy bien y a delimitar las actividades tanto de la banca comercial como de la banca de inversión en Estados Unidos. Legislación semejante se estableció en el resto de los países. A partir de los Acuerdos de Bretton Woods en 1944 hasta el punto de inflexión en 1971 cuando sobrevino la devaluación del dólar frente al oro el sistema financiero internacional estuvo regulado bajo normas bien específicas. A partir de entonces fueron cambiando paulatinamente las reglas del financiamiento y con ello surgieron nuevas estructuras paralelas para otorgar, crear y distribuir el crédito y con ello el riesgo de los instrumentos financieros de reciente creación en los mercados de capital.

La Ley Gramm-Leach-Bliley Act aprobada por el Congreso de Estados Unidos en 1999 puso de manifiesto las operaciones y tareas de un sistema financiero que funcionaba desde los años setenta.

Las operaciones de un sistema financiero "sombra" o "paralelo"

Este sistema financiero representado por las finanzas estructuradas, condujo a la crisis financiera y económica más profunda que la de 1929. Misma que sigue dando sorpresas ya terminando el presente trabajo. Para no regresar a situaciones como la crisis financiera de 2007-2008 y la caída de Lehman's Brothers fue necesario presentar una nueva regulación para las instituciones financieras. La regulación es

muy importante cuando hay grandes bancos, muy grandes para quebrar, muy grandes para ser rescatados. El Congreso de Estados Unidos aprobó la Ley Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act en 2010, la cual tiene varias regulaciones implícitas para el sistema financiero de Estados Unidos y está relacionada igualmente con la regulación de Basilea ni.

Por lo anterior es importante definir el sistema financiero paralelo o sombra; el proceso de financiarización y titulación; la política monetaria y la volatilidad en el precio de los activos; la relación entre bancos e inversionistas institucionales; las operaciones de derivados; los inversionistas financieros internacionales; las propuestas de regulación para sanear el sistema financiero internacional. Estos serían los puntos a tratar a continuación en este capítulo para enfrentarnos a una nueva regulación del actual sistema financiero internacional para salir paulatinamente de la crisis financiera en curso.

SISTEMA FINANCIERO PARALELO O 'SOMBRA'

El sistema financiero paralelo se basa en el proceso de financiarización mediante el cual se realizan todas las operaciones de compra y venta de títulos de crédito. Uno de los retos de la política monetaria y del prestamista de última instancia (banco central) es la enorme liquidez creada por los inversionistas institucionales cuyos movimientos han superado por mucho a las operaciones tradicionales de los bancos. A partir de las actividades fuera de balance de éstos, se establecen las bases de las finanzas estructuradas, cuyo crecimiento explosivo desembocó en la crisis financiera. A continuación se realiza una explicación detallada del sistema financiero paralelo.

FINANCLARIZACIÓN Y TITULIZACIÓN

Tobias y Hyun Song [2009] definen el sistema financiero paralelo o sombra, como el desarrollado a partir de la titulización de los activos y **de** la integración de las actividades bancarias en el desenvolvimiento de los mercados de capital. La desregulación y liberalización financiera en los años ochenta, permitió el desarrollo de la financiarización y de la titulización; que fue mayor en el caso de Estados Unidos, pero que estuvo presente también en los sistemas bancarios y en los mercados de capital de prácticamente todos los países. En consecuencia, la globalización financiera se sustenta en un sistema financiero basado en el mercado de capitales y en los circuitos financieros integrados en escala internacional. En el momento en que los circuitos financieros dejaron de ser nacionales para convertirse en internacionales, todas las operaciones de los inversionistas institucionales bancarios y no bancarios tomaron forma en la innovación financiera mediante instrumentos financieros de reciente creación. Por medio de la titulización se origina una enorme liquidez y, al mismo tiempo, se distribuye el riesgo.

El sistema financiero paralelo o sombra, no se entiende sin comprender la financiarización y la titulización:

[...]el proceso de financiarización corresponde a la compra y venta de activos o títulos financieros que puede darse en forma ordenada en el mercado de capitales. Es el proceso mediante el cual la rentabilidad del capital financiero, a través de la innovación financiera, [...] sobrepasa al sistema regulatoria creado a través [...] de los organismos de Bretton Woods [1944]. Los mercados financieros se impusieron sobre los organismos financieros internacionales, y adquirió prioridad el financiamiento mediante la titulización a través de los fondos mutuales, los fondos de inversión libre (*hedge funds*), los fondos de pensiones, las aseguradoras y otros inversionistas no institucionales que se convirtieron en los actores del financiamiento mundial [Girón y Chapoy, 2009: 44-45].

Desde un punto de vista teórico, el proceso de titulización y financiarización, fundamento del sistema paralelo, se relaciona íntimamente con la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed). El ciclo de las ganancias de los grandes conglomerados y la necesidad de evitar las disminuciones de los beneficios, incidió directamente en la fuerte expansión de la liquidez y del riesgo. Davidson [2009: 4] señala que el optimismo por una economía fuerte y un gobierno pequeño, era resultado obvio de varias décadas de desregulación y liberalización financiera, durante las cuales, casualmente, el presupuesto gubernamental fue cada vez menor, con excepción del gasto militar, siendo en parte responsable Greenspan, presidente de la Fed, por el manejo que hizo de la tasa de interés.

Greenspan, en un testimonio como expresidente de la Fed, ante el Committee of Government Oversight and Reform mencionó que

[...]esta crisis[...]ha resultado ser mucho más amplia que cualquier acontecimiento que yo hubiese podido imaginar[...]. ... por un lado, la enorme liquidez y el miedo a la insolvencia[...]basados[...]en modelos matemáticos y expertos financieros cuyo soporte fue y ha sido el avance de la computación y la tecnología en las comunicaciones[...] proceso que [...] manejó con gran solvencia el riesgo y un sistema de precios, a cuyos creadores se les otorgó el Premio Nobel de Economía. Hoy, el soporte de dicho edificio intelectual, se ha colapsado [Greenspan, 2008].

POLÍTICA MONETARIA Y VOLATILIDAD EN EL PRECIO DE ACTIVOS

Ben Bernanke y Mark Gertler presentaron la ponencia "Política monetaria y volatilidad del precio de los activos" en el simposio "Nuevos retos para la política monetaria" organizado por la Reserva Federal de Kansas [Jackson Hole, Wyo-

ming, del 26 al 28 de agosto de 1999]. El principal objetivo de su trabajo fue mostrar que a finales de los años noventa, la inflación ya estaba bajo el control del banco central, es decir, de la Fed. Sin embargo, la volatilidad en el precio de los activos indicaba ya en ese momento que había inestabilidad financiera. Ante esto, la batalla que los bancos centrales tendrían que enfrentar se centraba en el precio de las acciones y bienes inmuebles, sectores en los que se venían presentando burbujas desde los años ochenta, en países industrializados como Estados Unidos, Japón, Reino Unido, los Países Bajos, Suecia y Finlandia. En este ambiente de volatilidad del precio de los activos la política monetaria desempeñaría un papel sobresaliente.

Por tanto, las recurrentes crisis económicas y financieras que sufrieron tanto los países latinoamericanos como los del Sudeste Asiático, tuvieron que ver con el manejo de la política monetaria aplicada en esos años, incluyendo, por supuesto, el manejo de la tasa de interés. Como si fueran adivinos, hace más de una década, Bernanke y Gertler [1999: 231 expresaron lo siguiente: "[...]si el auge del mercado de valores estadounidense se sostendrá o todos terminarán llorando, nadie lo sabe". Continúan afirmando "[...]para ser claros, estamos de acuerdo que la política monetaria no va a ser por sí misma una herramienta suficiente para contener los efectos potencialmente perjudiciales de auges y caídas en el precio de los activos". La necesidad de establecer metas inflacionarias para mantener estables los precios de los activos era un precepto convencional de todo banco central que se implementó desde mediados de los noventa e incluso se sigue mantiene en países como México cuando se debe de transitar a políticas anticíclicas.

La volatilidad en el precio de las acciones no sólo se justifica por una política monetaria restrictiva, sino también por otros factores. Esto es la especulación financiera en la esfera de los activos tecnológicos a finales de los noventa y posteriormente, la burbuja inmobiliaria. A ello es importante añadir

la regulación, como una práctica para evitar la irracionalidad especulativa por parte de los inversionistas. Irracionalidad que cuando se llevó a cabo la desregulación de la cuenta de capital en muchos países asiáticos y latinoamericanos, condujo a que hubiera una crisis de balanza de pagos y bancarias en esos países durante los noventa. Justo al abrirse la cuenta de capital, fueron las crisis de la última década del siglo xx: en 1994-1995, en México, y en 1997-1998, en el Sudeste Asiático; posteriormente, sobrevino la crisis rusa y las consecuentes pérdidas del fondo Long Term Capital Management.

Los factores psicológicos que promueven la euforia, suelen omitir la información de los estados financieros de las empresas y no previenen la posibilidad de que el optimismo sea muy efímero. Por ello, cuando los precios de las acciones suben durante un largo periodo, los inversionistas siguen comprando y especulando con los instrumentos financieros de manera irrefrenable, sin considerar que esa subida terminará y llevará, tanto a los compradores de acciones como al precio de las mismas, a una caída brutal, y en consecuencia, a una crisis muy profunda.

Si bien la política monetaria y el manejo de la tasa de interés son importantes para evitar la abrupta subida o caída del precio de los activos, no hay que olvidar que gran parte del colateral de la compra de las acciones se basa en activos financieros o instrumentos de inversión colateral creados como parte del proceso de "originar y distribuir" de los intermediarios financieros. Esto permite seguir alargando la euforia de los inversionistas.

LOS BANCOS Y LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

A principios de los años noventa, la crisis bancaria de las instituciones de ahorro de Estados Unidos, había costado 150 000 millones de dólares a la Federal Savings and Loan Insuran-

ce Corporation (FSLIC).¹ Según los reguladores de la Fed, la insolvencia de los bancos se debía a la política regulatoria que limitaba las actividades de esas instituciones. Esta idea derivaba de los siguientes postulados: a) las políticas macroeconómicas y fiscales habían dañado seriamente la salud de la industria bancaria por la regulación gubernamental y b) la política bancaria no era acertada pues se basaba en una regulación histórica e ideológica. Por tanto, se requería una nueva regulación para la industria bancaria en el nuevo entorno financiero internacional [White, 1993: 2].

Al iniciarse la década de los noventa se avizoraba que los grandes bancos en escala nacional estaban a punto de caer en la insolvencia. Además sus estados financieros eran débiles y estaban muy expuestos por préstamos de algo riesgo [Barth, Brumbaugh y Litan, 1990: 13]. Los bancos parecían una industria en declive, por la competencia de instituciones no bancarias, que ofrecían servicios financieros similares a los de los bancos. Por otra parte, persistía la quiebra de bancos, y la capitalización de los grandes bancos era todavía débil. En consecuencia, urgía reformar la regulación que prevalecía en esos años. Tradicionalmente los bancos poseían dentro de sus activos los créditos otorgados a sus clientes hasta terminar el ciclo del préstamo. A partir de la desregulación lo que hacía el banco era vender a un fondo mutualista el *pool*² de sus

¹ Fue una institución que administraba los seguros de depósito para las instituciones de ahorro y préstamo de Estados Unidos. La Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act abolió esa institución en 1989, pasando sus responsabilidades a la Federal Deposit Insurance Corporation (Foic). La FSLIC se creó como parte de la National Housing Act of 1934, a fin de asegurar los depósitos en las instituciones de ahorro y préstamo; un año después se creó la FSLIC para asegurar los depósitos en los bancos comerciales. Fue administrada por la Federal Home Loan Board (FHL.ea). En los años ochenta, durante la crisis de los ahorros y préstamos, la rSLIC cayó en la insolvencia. Varias veces fue recapitalizada con dinero de los contribuyentes, con 15 000 millones (billions) en 1986 y 10.75 mil millones (billions) en 1987. Sin embargo, en 1989 era insolvente y fue abolida junto con la FHLBB, y las responsabilidades de la FSLIC se transfirieron a la Fmc.

² Un *pool* consiste en valores públicos y privados que forman una combinación de

títulos, posteriormente, el intermediario no bancario vendía los títulos en el mercado secundario; esto es lo que se ha definido con anterioridad como proceso de financiarización. Gran parte de dichos créditos se empaquetaban en forma de derivados sintéticos o tradicionales. La industria bancaria, por tanto, no estaba en declive, sino que los bancos realizaban operaciones fuera de su hoja de balance.

Los bancos estaban obteniendo honorarios por el manejo de activos de otros, no solamente de los suyos. Ellos proveían líneas de crédito. Garantizaban la deuda emitida por otras firmas. Se habían convertido en jugadores de un mercado de derivados muy controvertido, creando instrumentos, apostando y manejando los instrumentos financieros de otros, y comerciando por su propia cuenta [Litan, 1994: 31].

En conclusión, los bancos se habían recuperado de las cuantiosas pérdidas de los ochenta.

Durante y desde los años setenta y ochenta del siglo pasado, el sistema financiero se rediseñó por la velocidad a la que se habían transformado los conglomerados financieros ante la emergencia del creciente sistema bancario paralelo, totalmente desregulado. Las nuevas industrias financieras como las compañías hipotecarias, los fondos de pensiones, las compañías de seguros, firmas de valores, fondos mutuales, etc. eran ya, en los años noventa, los inversionistas no institucionales. Éstos competían con gran ventaja sobre los grandes bancos, sujetos a una legislación regulatoria que les impedía realizar operaciones de inversión. No sólo eso, sino que los bancos tenían que pagar el costo por el seguro de depósito a diferencia de los inversionistas institucionales no bancarios cuyos activos los podían vender en el mercado secundario y así obtener mayores ganancias que los propios bancos.

créditos o valores, puestos a la venta para obtener una ganancia adicional.

Un ejemplo de la invasión de funciones de los bancos por otras compañías, lo constituyen las empresas financieras automotrices: General Motors Acceptance Corporation, Ford Motor Credit Company, Chrysler Financial Corporation. Un ejemplo de empresa no automotriz es el de la General Electric Capital Corporation. Estos inversionistas institucionales no bancarios además de dar crédito a los consumidores para la compra de sus productos, también incursionaban en los años noventa en otras actividades financieras. A pesar de cuantiosas ganancias que los colocaron en los primeros lugares de la lista de las empresas financieras, en el transcurso de los años tuvieron pérdidas sustanciales [D'Arista, Jane W. y Schlesinger, 1994].

Acabar con el peligro que representaba el crecimiento del sistema financiero paralelo, carente de una regulación semejante a la de los bancos, debería ser tarea prioritaria del prestamista de última instancia (el banco central). ¿Cómo enfrentar la quiebra de estas instituciones financieras mediante los canales tradicionales, así como el límite que todo banco debe tener en reservas para enfrentar la cartera vencida? Sin duda, la crisis iniciada en 2007 nos ha dado grandes enseñanzas. A finales de 2008 y principios de 2009, los bancos centrales tuvieron que rescatar a las instituciones muy grandes para quebrar y muy grandes para salvar, así como a las grandes empresas automotrices.

OPERACIONES DE DERIVADOS

El Banco de Pagos Internacionales (BYt), estimaba el tamaño del mercado de derivados *over-the-counter*³ en 604 622 billones¹ de dólares (junio, 2009). Entre 1998-2009 los activos de los principales bancos de Estados Unidos tuvieron el siguiente

¹ Mercados cuyas transacciones se realizan fuera de las bolsas o mercados organizados.

³ El billón, se traduce al español como miles de millones.

te comportamiento: los primeros 25⁵ vieron crecer sus activos en 204% en tanto el resto de los 422 bancos que les siguen por orden de importancia, aumentaron 51.54%. En relación con los derivados llama la atención cómo los principales 25 grandes bancos tuvieron una tasa de crecimiento de 524% en tanto el resto, 422 bancos, su variación representó 51.54 por ciento.

En el mercado organizado, el comportamiento es muy interesante al observar la última década, debido a que se presenta una alta volatilidad, y la relación entre los futuros y las opciones no muestra tendencia alguna, los datos señalan que los bancos no tienen una preferencia marcada por alguno de los dos instrumentos, ya que hay periodos en que la composición entre futuros y opciones se invierte con relación al total. Por ejemplo, en el caso de los 25 primeros bancos en 1998 los futuros representaron 61.31% en tanto que las opciones 38.69%. Para el 2006, las opciones representaron 60.69% en tanto los futuros 39.41%. Entre 2007-2009, la relación entre futuros y opciones se volvió equivalente.

Al observar, el resto de los 422 bancos los futuros representaron 75.52 en 1998 contra 24.46 en opciones. Hay una caída para el año 2000. Sin embargo, entre 2005-2006 los futuros representaron 93% en tanto las opciones el resto. La tendencia a partir de ese año hasta el 2009 fue a la baja para llegar a 48.42% en 2009. En el caso de las opciones en 1998 representaron 24.46% y cayeron abruptamente al representar 4.79% en 2006. Posteriormente ascendieron hasta representar 51.58 en 2009.

La estructura del mercado no organizado (*over the counter*) de los primeros 25 bancos está dividido en *forwards*, *swaps*, opciones y derivados de crédito. Pero el elemento que acaparó más de la mitad durante todo el periodo analizado (1998-2009) corresponde a los *swaps*. Estos instrumentos fi-

De los que destacan: Chase Manhattan Bank, Citibank, Bank of America.

nancieros pasaron de 49.81% en 1998 a ocupar 69.49% respecto al total en 2009. Cabe hacer mención que entre 2008-2009 la variación porcentual anual cayó de 27.82 a 3.20%. Para el resto de los 422 bancos el comportamiento es muy similar y los *swaps* ocuparon el primer lugar de preferencia al igual que los 25 primeros bancos. Estos instrumentos se mantuvieron a lo largo del periodo como la preferencia prioritaria al representar entre 60 y 70% sobre los otros instrumentos como los *forwards*, opciones y derivados de crédito. Incluso en la coyuntura de la crisis entre 2007 y 2008 su tasa de crecimiento anual disminuyó de manera marginal, llegó a ser negativa, pero se recuperó en un lapso corto, mostrando un crecimiento a finales de 2008. En tanto los *forwards* tuvieron una variación negativa de 28.51% entre 2008 y 2009. Las opciones en el periodo 2000-2007 mostraron una tendencia a la baja. La tasa de variación promedio fue de -5.025 por ciento.

PROPUESTAS DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN

En la conferencia "28th Annual Bank Structure and Competition" del Banco de la Reserva Federal de Chicago, uno de los puntos centrales de la discusión fue la reforma del sistema regulatorio de la banca, dada la necesidad de recapitalizar el fondo de seguro de depósito para los bancos denominado Bank Insurance Fund (s1F). Por otra parte, Alan Greenspan (1992) señaló que la Federal Deposit Insurance Improvement Act Bank (FDIB) de 1991, en un ambiente de fuerte competencia por ofrecer servicios financieros en un amplio espacio geográfico, incorporaba medidas regulatorias a los bancos, en vez de disminuirlas para los bancos solventes y fuertes. En el fondo, la regulación y la normatividad en el marco de la Glass Steagall Act [1933] seguía siendo una especie de "camisa de fuerza" para la expansión de la banca comercial, en operacio-

nes de inversión mediante los procesos de financiarización y titulización.

Al iniciarse la década de los noventa fue clara la gran necesidad de expansión de los conglomerados financieros vía la innovación financiera y tecnológica, para ir estrechando los circuitos del crédito en el nivel nacional y transitar a circuitos de mercados de crédito integrados, internacionalizados y globalizados. Por ello, desde los años ochenta, ante la necesidad de capitalizar los bancos y de abrir mejores fuentes de beneficios, la Fed fue relajando la "camisa de fuerza" regulatoria, permitiendo la práctica de la titulización, incluyendo la de los créditos hipotecarios. Desde que Greenspan llegó a la presidencia de la Fed, se acuñó el concepto de banca universal, que permitiría a los bancos comerciales actuar como banca de inversión. En 1999 la Glass Steagall Act fue revocada en su totalidad por la Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA).

En el marco de esta ley se pudieron vender en el mercado secundario los créditos hipotecarios en *mortgage-backed securities* (MBS, valores respaldados con hipotecas). Los prestatarios de hipotecas, especialmente los ligados a la tasa *subprime*, empezaron a caer en incumplimiento de sus deudas. "Por supuesto, muchos de estos prestatarios negligentes de hipotecas probablemente nunca hubieran pasado las pruebas de las tres Cs si hubieran estado en el viejo esquema del prestamista bancario" [Davidson, 2009:231. Los MBS combinados con otros instrumentos' crearon los activos financieros CDO (collateralized debt obligations), sivs (structured investment vehicles) y otros vehículos financieros cuyas ganancias derivaban de los créditos hipotecarios subyacentes. No cabe duda que el proceso de financiarización basado en la titulización de los créditos hipotecarios empaquetados en diferentes instrumentos, fueron causa y efecto de la burbuja inmobiliaria

• Davidson cuando se refiere a la tres Cs se está refiriendo al colateral, la historia crediticia y el carácter en inglés correspondería a las iniciales del *collateral, credit history y character* [Davidson, 2009: 21].

a principios de la década pasada y de la crisis de las finanzas estructuradas del sistema financiero paralelo.

Las instituciones *too big to fail* y *too big to rescue*, a partir del estallido de la crisis en 2007, después de septiembre de 2008, pusieron a las instituciones financieras internacionales y a los bancos centrales en serios problemas en cuanto a la manera de regular las operaciones de las instituciones financieras, y sobre todo, las operaciones fuera de balance.

En un periodo muy corto, instrumentos rentables o muy rentables, se convirtieron en instrumentos tóxicos. Las agencias supuestamente especializadas en hacerlo, habían asignado buenas calificaciones a dichos productos, pero al explotar la crisis en 2007, los degradaron drásticamente. ¿Cómo fue que se dio este cambio?

Los planes para capitalizar a los bancos y la fuerte inyección de liquidez, cercana a tres billones de dólares [2007-2009], han puesto a discusión el tema de la regulación de las cuantiosas operaciones del sistema financiero paralelo. El G-20, el FMI, la ONU, el Comité Steering, la Comisión Warwick, el Banco de Pagos Internacionales y los principales representantes de los bancos centrales han opinado al respecto. Pero quizá la más controversial ha sido la de Paul Volcker, designado por Obama para presidir el Comité de Regulación; la llamada Ley Volcker fue enviada al Senado de Estados Unidos a finales de febrero de 2010.

Entre las propuestas más interesantes está la del secretario del Tesoro de Estados Unidos, Timothy Geithner. El habla, en primer lugar, de los requisitos para capitalizar los bancos en límites estandarizados; reservas suficientes para que los grupos financieros puedan absorber por sí mismos las pérdidas; los bancos deben de tener la liquidez suficiente para enfrentar el riesgo con solvencia. Por último, se necesitan mejorar las reglas para medir los riesgos en las carteras de los bancos y los requisitos de capital para protegerse frente a ellos. También deben imponerse fuertes restricciones al apalancamiento.

El informe presentado por el Steering Committee, presidido por Paul Volcker, en torno a la reforma financiera realizó 18 recomendaciones [Working Group on Financial Reform, 2010]. El redactado por la Comisión del Grupo de los 30: 1) redefine el alcance y las fronteras de la regulación prudencial; 2) reformar la estructura prudencial de la regulación, incluyendo el papel del banco central y las implicaciones del "prestamista de última instancia", así como las "redes de seguridad" y la necesidad de una mayor coordinación; 3) mejorar la autoridad del gobierno, el manejo del riesgo, las políticas regulatorias y las prácticas de contabilidad, así como los estándares; 4) mejorar la transparencia de los acuerdos de la infraestructura financiera.

Paul Volcker, en una entrevista ofrecida al *Financial Times* y como encargado de reformular una nueva acta regulatoria para los bancos ha mencionado que "[...]la separación de la banca comercial y la banca de inversión es inminente". Instituciones como Goldman Sachs y JPMorgan Chase, grupos de banca universal, tendrán que acatar la nueva regulación y dejar sus operaciones de banca de inversión, pues no podrían seguir manteniendo privilegios especiales como si fueran banqueros. Es decir, si quieren tener acceso al depósito del seguro, otorgado por la Fed, tendrán entonces que seguir las reglas establecidas para los bancos.' Esto es lo que se ha llamado la Regla Volcker o Volcker Rule.

Por último, en palabras de Ben Bernanke, la Fed como institución democrática, transparente y responsable está trabajando la propuesta de un sistema regulatorio que permita que las operaciones financieras sean más integrales incluyendo todos los aspectos de la hoja de balance y los controles financieros. Esta tarea se realizará conjuntamente con el

¹ El programa de alivio temporal de activos (Troubled Asset Relief Program, *TARP*) fue del gobierno de Estados Unidos para comprar activos y títulos tóxicos de las instituciones financieras y poder capitalizar sus estados financieros. Ha sido uno de los programas más costosos para subsanar la crisis financiera ligada a los créditos hipotecarios con tasa de interés *subprime*.

Congreso para conducir los intereses de la política en aras del interés público [Bernanke, 2010].

CONCLUSIONES

La nueva era de volver a regular las actividades del sistema financiero internacional viene a presentarse como un reto frente a las finanzas estructuradas y las operaciones fuera de balance para salir de la crisis. El colapso de la industria bancaria a partir de 2007 y después de la quiebra de Lehman's Brother pone en la mesa del debate la discusión en torno a **la reregulación financiera. Así como el crack de 1929 hizo necesaria la Glass Steagall Act de 1933 y la creación de las bases del sistema financiero internacional en Bretton Woods (1944), hoy debe hacerse una auténtica reforma financiera,** que introduzca una disciplina en los bancos. Hoy es difícil pensar si la Ley Volcker y las reglas establecidas en la Ley Dodd-Frank realmente pueden poner en orden el destino del crédito en los mercados financieros internacionales.

Las quiebras bancarias que resultaron del proceso de desregulación y liberalización financiera que ocurrió a partir de 1971, constituyeron grandes pérdidas que provocaron la intervención de las instituciones bancarias por parte del gobierno en octubre de 2008. Por supuesto, no es casual la quiebra de las instituciones de ahorro de Estados Unidos en la década de los ochenta estrechamente ligada a los problemas de la deuda externa de algunos países latinoamericanos y asiáticos. No debemos olvidar, las crisis bancarias que desde los años ochenta se empezaron a presentar siendo la crisis bancaria mexicana (1994-1995) el antecedente de la primera crisis global del siglo xxi. El efecto de esta crisis en los mercados financieros latinoamericanos agravó en primera instancia los pasivos de los inversionistas institucionales. Tanto los fondos de pensiones como los *hedge funds*, se vieron afec-

tados con las crisis bancarias. No es una casualidad el cuantioso préstamo otorgado por el gobierno de Estados Unidos al gobierno de México a principios de 1995. Fruto también del sistema financiero paralelo, fueron las quiebras de Orange County^e (1994) en Estados Unidos y Barings Bank⁹ (1995) en Reino Unido.

Durante las últimas cuatro décadas, en escala internacional, se han presentado recurrentes crisis económicas y financieras en los circuitos financieros integrados al mercado de capital. El debate actual sobre la regulación, se está dando ante las serias preocupaciones de las recurrentes crisis bancarias. Los pánicos registrados en 1907, 1928 y 2007 van de la mano de la fuerte especulación realizada por agentes financieros como los bancos.

Definitivamente que la industria bancaria desempeña un papel muy importante en la sociedad actual. Por un lado, el banco central crea el dinero necesario para financiar el crecimiento económico y representa la solvencia necesaria para los intermediarios financieros. Pero no por ello, el mal uso de los intermediarios debería solventarlo el banco central. Los bancos tienen una función social que es la continuidad del proceso de producción, la creación de empleo y la obtención de la ganancia por parte de los empresarios. El rompimiento del circuito financiero presenta un colapso y una crisis difícil de superar. Por tanto, la reconstrucción de los circuitos financieros es un reto para salir de la crisis, la recesión y la deflación.

^a *New York Times* (1994), "Orange county's bankruptcy: the overview", Floyd Norris, 8 de diciembre.

Barings Bank (1762 a 1995) era uno de los bancos mercantiles más antiguos de Londres y se colapso por las pérdidas que ocasionó uno de sus empleados en un contrato a futuro.

BIBLIOGRAFÍA

- Barber, Lionel [2011], "The end of US hegemony: Legacy of 9/11", *Financial Times*, septiembre <http://www.ft.com/intl/cros/s/0/f6acfla6-d54d-11e0-bd7e-00144feab49a.html#axzzlXIrwgRQB>
- Barth, James R.; R. Dan, Jr Brumbaugh, y Robert E. Litan [1990], *Banking industry in turmoil: A report on the condition of the u.s. banking industry and the bank insurance fund*, Washington, Government Printing Office.
- Bernanke, Ben y Mark Gertler [2000], "Monetary policy and asset price volatility", en *Economic Review*, num. 7559, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, febrero <<http://www.nber.org/papers/w7559>>.
- Bernanke Ben [1999], "Remarks at the ceremonial swearing-in atrium Federal Reserve board", *Board of governors of the Federal Reserve system*, Washington, agosto.
- [2011], "Dodd-Frank Act before the committee on banking, housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, julio http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke_20110721_a.htm
- Comptroller of the Currency Administrator of National Banks [2009], "occ's quarterly report on bank derivatives activities", Washington, pp. 22-33, disponible en: <<http://www.occ.treas.gov/deriv/deriv.htm>>.
- Davidson, Paul [2009], *The Keynes solution: The path to global economic prosperity*, Nueva York, Palgrave Macmillan.
- D'Arista Jane W. y Schlesinger [1994], "The parallel banking system", *presentado en la xxx Conferencia Anual del Banco sobre la Estructura y Competencia*, Chicago, U.S. Federal Reserve Bank of Chicago.
- Geithner, Timothy [2009], "Financial stability depends on **more capital**", *Financial Times*, consultado el 3 de septiembre, disponible en: <<http://www.ft.com/indepth/financial-crisis-inquiry-commission>>.

- Girón, Alicia y Alma Chapoy [2009], "El derrumbe del sistema financiero internacional", México, IEC-uNAM.
- Freeland, Chrystia y Francesco Guerrera [2010], "Volcker rule' gives Goldman stark choice", *Financial Times*, consultado el 12 de febrero, disponible en: <www.ft.com/cros/s/12lfe9d0-1753-11df-94f6-00144feab49a.html>.
- Golden, Jeffrey [2009], "We need a world financial court with specialist judges", *Financial Times*, consultado el 9 de septiembre, disponible en: <<http://www.ft.com/cros/s/0/df5acd84-9cd8-11de-ab58-00144feabdc0.html>>.
- Greenspan, Alan [2008], "Testimony committee of government oversight and reform", Washington, consultado el octubre 23, disponible en: <<http://www.clipsandcomment.com/2008/10/23/text-alan-greenspan-testimony-congress-october-23/>>.
- [2004], "The state of the banking industry, Federal Reserve bank, statement of chairman, before the committee on banking, housing, and urban affairs, U.S. Senate", testimonio de Alan Greenspan.
- [1992], "Putting FDICJA in perspective", xxviii Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Group of Thirty [2010], "Financial reform: A framework for financial stability", Washington, D.C.
- Kregel, J. [2010], "Regulating the size of financial institutions", Levy Economics Institute of Bard College for the Tenth, IIEC-UNAM, Seminario de Economía Fiscal y financiera, "banca global: regulación y cambio institucional para el desarrollo", México, del 16 al 18 de marzo.
- Krugman, Paul [2010], "Financial reform endgame", *New York Times*, consultado el 28 de febrero, 2010, disponible en: <<http://www.nytimes.com/2010/03/01/opinion/01krugman.html>>.
- Litan, Robert E. [1994], "The relative decline of banking: Should we care?", antitrust division at the U.S. Department of Jus-

- tice" en xxx Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Securities and exchange commission [2010], "Rules and regulations for the securities and exchange commission and major securities laws", disponible en: <<http://www.sec.gov/about/laws/secrulesregs.htm>>.
- Tobias, Adrian y Hyun Song, Shin [2009], "Le système bancaire parallèle: implications pour la régulation financière", en *Banque de France*, núm. 13, Francia, Banque de France, disponible en: <www.banque-france.fr/fr/publications/.../etude01_rsf_0909.pdf>.
- White, Lawrence H. [1993], *The crisis in american banking*, Nueva York, New York University Press.
- Working Group on Financial Reform [2010], "Financial reform: A framework for financial stability", Washington, 15 de enero.
- Financial Times* [2010], "Entrevista con Paul Volcker", transcripción, 12 de febrero.
- The Economist* [2011], "Chained but untamed", informe del International Banking, del 14 al 20 de mayo.

CRISIS, REGULACIÓN FINANCIERA Y CAMBIO DEL RÉGIMEN DE ACUMULACIÓN

Marcia Solorza*

INTRODUCCIÓN

La historia del capitalismo denota que el proceso de acumulación del capital es estructuralmente estable si la tasa de ganancia se mantiene y si los capitalistas encuentran en los mercados un conjunto de productos que corresponda a sus necesidades. Esto significa que la estabilidad del proceso de acumulación se sustenta en la unidad de las dos leyes de la ganancia, la "correspondencia" entre las "formas" de la competencia y las condiciones que aseguran una tasa de ganancia suficiente.² Así, la acumulación de capital en cierto tiempo y espacio opera de acuerdo a un conjunto de regularidades que aseguran su progresión general y el relativamente coherente, marco denominado régimen de acumulación en el que se reabsorben o posponen las distorsiones y desequilibrios que nacen de manera permanente del mismo proceso.² No obstante, hay momentos en que las contradicciones engendradas en el propio proceso de acumulación no pueden ser supera-

* Profesora de la Facultad de Economía, UNAM.

Gerard de Bernis [1988], *El capitalismo contemporáneo*, México, Nuestro Tiempo, p.27.

• Robert Boyer [1979], "La crise actuelle: une mise en perspective historique. Quelques réflexions à partir d'une analyse du capitalisme français en longue période", en *Études Critiques de l'Economie Politique*, núms. 7 y 8, abril-septiembre, pp. 3-113.