

Sistema Financiero desequilibrios globales y regulación

Alma Chapoy • Alicia Girón



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Dr. José Narro Robles

Rector

Dr. Sergio M. Alcocer Martínez de Castro

Secretario General

Lic. Enrique del Val Blanco

Secretario Administrativo

Dra. Estela Morales Campos

Coordinadora de Humanidades

INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Dra. Verónica Villarespe Reyes

Directora

Mtro. Gustavo López Pardo

Secretario Académico

Sr. Aristeo Tovías García

Secretario Técnico

Sr. Roberto Guerra Milligan

Jefe del Departamento de Ediciones

Sistema financiero,
desequilibrios globales
y regulación

Alma Chapoy
Alicia Girón



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS



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

Chapoy, Alma

Sistema financiero : desequilibrios globales y regulación / Alma Chapoy y Alicia Girón. – México : UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, 2011.

255 p. : il. ; 21 cm.

Bibliografía: p. 231-253

ISBN 978-607-02-2172-9

I. Crisis financiera mundial, 2008-2009. 2. Finanzas internacionales. 3. Ciclos económicos. 4. Política económica – Aspectos sociales. I. Universidad Nacional Autónoma de México. Instituto de Investigaciones Económicas. II. Girón, Alicia. III. t.

330.90511-scd420

Biblioteca Nacional de México

Primera edición

31 de marzo de 2011

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 978-607-02-2172-9

Diseño de portada: Ma. Victoria Jiménez Sánchez.

Cuidado de la edición: Héliida De Sales Y.

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

INTRODUCCIÓN

13

1. MEDIDAS PARA ENFRENTAR LA CRISIS Y ESFUERZOS PARA REPARAR LOS SISTEMAS FINANCIEROS
Antecedentes, 19; Medidas adoptadas por los bancos centrales después de septiembre de 2008, 31; a) *Tasas de referencia*, 29; b) *Otras medidas de los bancos centrales*, 34; Intervenciones gubernamentales, 38; a) *Estados Unidos*, 38; b) *Unión Europea*, 57; Costo de la crisis, 63; a) *Costo financiero*, 63; b) *Consecuencias sociales*, 65; Economía mundial, 76; Sector inmobiliario de Estados Unidos, 83; Mercados de valores y mercados de materias primas, 85; a) *Mercados de valores*, 85; b) *Mercados de materias primas*, 87.
2. DESEQUILIBRIOS GLOBALES, SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL Y CONSECUENCIAS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL
Antecedentes, 89; El problema de los desequilibrios globales, 94; Los acreedores de Estados Unidos, 105; Las fluctuaciones en el valor del dólar, 109; En busca de un nuevo sistema monetario internacional, 114; a) *Coordinación de la política monetaria entre los países del G-3*, 115; b) *Canasta de divisas*, 117; c) *Una nueva moneda de reserva diferente al*

dólar, 124; Indicios de avances, 130; a) *El "nuevo" papel del FMI ante la crisis*, 130; b) *El G-20 y el SMI*, 135; c) *Los DEG y el SMI*, 136; *Algunas reflexiones sobre el futuro del sistema monetario internacional*, 141.

3. SUPERVISIÓN Y REGULACIÓN FINANCIERA

Antecedentes, 143; Necesidad de nuevas reglas, 147; Riesgo sistémico, 150; a) *Los bancos centrales ante el riesgo sistémico*, 152; b) *Fuentes de riesgo sistémico*, 154; Hacia un nuevo sistema financiero internacional, 168; a) *Cumbres del G-20*, 168; b) *Basilea III*, 187; c) *La reforma financiera de Estados Unidos*, 195; d) *¿Reformar el FMI o sustituirlo?*, 204; e) *Reflexiones sobre la supuesta reforma de la arquitectura financiera global*, 209; Consideraciones finales, 216; *¿Realmente puede hablarse de recuperación?*, 218; La crisis de deudas soberanas, 224.

INTRODUCCIÓN

Reconstruir los circuitos financieros y restablecer el orden en el sistema financiero internacional será una ardua tarea, dada la magnitud y profundidad del desastre. Acertadamente, el secretario general de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo se refirió a esta crisis financiera como “el mega evento” que puso fin a una era, en virtud de lo cual exhortó a realizar cambios radicales en las políticas gubernamentales y en la gobernanza económica internacional, con el fin de asegurar una estabilidad y una prosperidad duraderas. Advirtió de los peligros de seguir con la misma forma de hacer negocios, ignorando las lecciones que ha dejado la crisis [Panitchpakdi, 2010].

Al parecer, el deterioro de las variables económicas no terminará en la primera década del siglo XXI sino que se verá acentuado por la actitud de los intermediarios financieros, siempre en pos de mayores tasas de rendimiento. La crisis de deudas soberanas en Europa se suma al efecto que tuvo la crisis financiera en los países de Europa central y oriental [Åslund, 2010]. El endeudamiento público es grave en Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España, pero también en Turquía e incluso en el Reino Unido [Guillén, 2010]. Una serie de colapsos financieros se avizoran a pesar de la anunciada recuperación, pues los rescates financieros salvaron a los bancos, pero ¿quién rescatará a los países sumamente endeudados?

Para la prosperidad de la economía mundial y para los conglomerados financieros es necesario reestructurar el sistema financiero internacional. En los últimos 40 años, la disputa por la rentabilidad ha definido las grandes transformaciones en el sis-

tema financiero internacional. El Dow Jones Industrial, después de sobrepasar los 15 000 puntos y alcanzar su cima en octubre de 2007, cayó casi 54% en marzo de 2009; pero a principios de 2010 estaba 59,3% por encima de ese último nivel, el alza más rápida desde 1933. A fines de 2009, también el Nasdaq estaba casi 79% más arriba de su nivel de marzo y en el año registró un alza de 44%. Esas cifras hicieron que algunos consideraran que las medidas aplicadas por los bancos centrales y los paquetes de estímulo gubernamentales habían restablecido los circuitos financieros. Sin embargo, las alzas en los mercados de valores por sí solas no son signo de recuperación. Al iniciarse 2010, nuevamente hubo volatilidad en los mercados de valores mundiales, en especial en los europeos. La crisis sigue su curso con rostros particulares conforme se va profundizando.

El funcionamiento de la economía global requiere del flujo constante de recursos financieros. Con el desplome del sistema financiero internacional en el período que siguió a la caída de Lehman Brothers (septiembre de 2008) y al cierre de la banca de inversión, se supondría concluida la etapa de desregulación y liberalización de los sistemas financieros, que se prolongó por casi cuatro décadas. Lo mejor hubiera sido que la aplicación de medidas para la reconstrucción de dicho sistema estuviera precedida de nuevas medidas para su regulación y supervisión; empero aquellas todavía están en discusión.

Las intervenciones de los bancos centrales (BC) para reparar los circuitos financieros dañados y las instituciones bancarias en quiebra, permitieron reestructurar los flujos de capital en el ámbito mundial. Aunque a raíz de la crisis han disminuido los desequilibrios globales, persisten los problemas en el sistema monetario internacional por las fluctuaciones del dólar, equivalente general internacional, en el cual están buena parte de las reservas internacionales de varios países emergentes.

A pesar de la recuperación de algunos mercados, el desempleo aumenta y el crédito a las familias no sobrepasa los niveles anteriores a la caída de Lehman Brothers. Las empresas siguen teniendo problemas en sus balances financieros y ya se han mencionado los serios problemas de endeudamiento en varios países de la Unión

Europea, que han recibido notas bajas de las agencias calificadoras internacionales, lo que agudiza la inestabilidad en ellos y pone en peligro al euro.

Este libro constituye la continuación de nuestro trabajo anterior *El derrumbe del sistema financiero internacional*, en el cual se explican, entre otras cosas, las causas de esta crisis y la actuación de los BC como "prestamistas de última instancia". Indudablemente, la crisis financiera no ha tocado fondo, pese a algunos indicios de recuperación, como la ya mencionada alza en los indicadores de las bolsas de valores a partir de marzo de 2009. Las proyecciones de las instituciones financieras internacionales sobre el crecimiento de la economía mundial empezaron a mejorar en el segundo semestre de 2009.

La recuperación de los mercados de valores podría hacer pensar que ha quedado atrás el fantasma de la recesión y depresión de los años treinta, a pesar de que no ha cesado la deflación de activos. Aunque en esta crisis no ha habido episodios tan graves como los de la crisis de 1929, es imposible no recordar los años que siguieron a ella, así como los de la posguerra, cuando se instauró un nuevo orden económico internacional y se crearon las instituciones financieras que rigieron los circuitos financieros en el ámbito internacional de 1944 a 1971.

Puede decirse que las causas de esta crisis se remontan a los años que precedieron a la caída del sistema de Bretton Woods (1971-1973). La suspensión de la convertibilidad del dólar en oro,¹ la flotación cambiaria y la desregulación y liberalización financieras, pusieron fin a un sistema que se planteaba como obje-

¹ Con esto, el gobierno de Estados Unidos acabó con el sistema monetario internacional surgido en Bretton Woods (1945) basado en paridades fijas acordadas con el FMI y en la convertibilidad en oro de las tenencias oficiales de dólares; así, el mundo quedó inundado de dólares sin respaldo en oro. La balanza comercial de Estados Unidos no respondió como se esperaba a la devaluación que sufrió el dólar entre el 15 de agosto y el 18 de diciembre de 1971, y de nuevo se desató la especulación contra el dólar, que culminó con otra devaluación de esa divisa (febrero de 1973), y con la flotación de las divisas de las principales naciones capitalistas. Desde que se instauraron los tipos de cambio flotantes no existe un sistema monetario definido y claro que rija en el ámbito mundial.

tivos el desarrollo económico y la estabilidad financiera. Desde que se puso fin a dicho sistema se han sucedido las crisis cambiarias, de deuda externa, bancarias, de balanza de pagos, etc., que condujeron a grandes devaluaciones y a otros problemas. En otras palabras, la inestabilidad financiera internacional es resultado de haber pasado del viejo sistema financiero internacional regulado a uno desregulado y liberalizado, liderado por los gobiernos de los países industrializados, e impuesto por los organismos internacionales multilaterales como el Fondo Monetario Internacional (FMI). Wolf [2008] detalla el costo que han tenido las crisis para los contribuyentes y los millones de inocentes que han cargado con el peso de ellas, tanto en los países subdesarrollados como en los desarrollados.

Esas crisis fueron la manifestación de la lucha de los actores económicos y financieros por aumentar sus ganancias; siempre en pos de mayores rendimientos, las actividades de inversionistas institucionales bancarios y no bancarios fueron diluyendo la normatividad financiera. Las finanzas estructuradas fueron resultado de casi cuatro décadas durante las cuales surgieron nuevos agentes financieros, al amparo de una teoría económica que predominó en las instituciones financieras, y que éstas impusieron en prácticamente todos los países obligándolos a realizar reformas económicas y financieras en favor del mercado. La quiebra de Lehman Brothers y el fin de la banca de inversión en Estados Unidos demuestran el fracaso del sistema financiero paralelo, basado en las finanzas estructuradas. Greenspan [2008] afirmó 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 cuya base fue y ha sido el avance de la computación y la tecnología en las comunicaciones [...] a cuyos creadores se les otorgó el Premio Nobel en Economía. Hoy, el soporte de dicho edificio intelectual, se ha colapsado.

Las operaciones financieras no registradas en los balances contables de las empresas, sean activos o pasivos, acompañadas de un

crecimiento exponencial de los instrumentos derivados y del desarrollo de las finanzas estructuradas, llevó a la quiebra de grandes bancos que fueron rescatados por sus bancos centrales. Ejemplo de ello fue el cuantioso rescate de Citigroup y de algunas empresas no financieras, como General Motors.

Las fuertes inyecciones de dinero empleadas en los rescates bancarios y en los paquetes de estímulo gubernamentales, modificaron el panorama económico que parecía augurar el derrumbe del sistema financiero a finales de 2008. Al iniciarse 2010, la recuperación parecía estar a la vista, gracias, entre otras cosas, a los encuentros semestrales del G-20 y el consecuente fortalecimiento del FMI, mediante el otorgamiento de préstamos flexibles y de otras modalidades, y por el reconocimiento, ¡al fin!, del largamente esperado y prometido mayor poder de voto a los países emergentes y subdesarrollados.

Muchos factores incidieron en la actual crisis, que tuvo su máxima expresión en la quiebra de Lehman Brothers y la consiguiente puesta en marcha de mecanismos de los BC para salvar a las instituciones financieras. Ante el cúmulo de pérdidas y la falta de liquidez para afrontar las necesidades de crédito, saltaron de nuevo a las mesas de discusión temas como el papel del dólar a nivel internacional y los déficit públicos de varios países.

Un hecho notable que hace a esta crisis más compleja y sobre todo diferente a la de 1929 y a la que puso fin a los acuerdos de Bretton Woods, es el desequilibrio comercial y financiero entre Estados Unidos y China. Esto convierte a China en un participante digno de tomarse en cuenta en el proceso para salir de la crisis e iniciar la recuperación internacional.

A principios de 2010 se mantenían las tasas de interés artificialmente bajas con el fin de reactivar la economía, pero el desempleo seguía en aumento; además, amenazaba la estancamiento, esto es estancamiento o muy bajo crecimiento, con inflación y alto desempleo. Todo indica que en breve los bancos centrales retomarán su papel de controlar la inflación, lo que implicará elevar las tasas de interés. El precio de las materias primas de nuevo al alza, después de la caída drástica que tanto afectó a los países exportadores; des-

taca el alto precio registrado por el oro: 1 226.10 dólares por onza a principios de diciembre de 2009.

Aunque las medidas anticíclicas lograron cierta reactivación económica, la magnitud de los paquetes de estímulo ha dado lugar a descomunales aumentos de la deuda pública y los déficit fiscales. Y lo que es peor, la tasa de desempleo se mantiene muy alta, pues la recuperación económica es débil e incierta. Lo que procede es aplicar políticas de corte keynesiano que aumenten la demanda agregada, pero que modifiquen el paradigma en que se ha basado la producción y circulación de las mercancías.

Para retornar a la senda del crecimiento los responsables de adoptar las decisiones de política económica deben retomar las ideas de Keynes. En el libro *The Keynes Solution: The Path to Global Economic Prosperity*, Davidson [2009] destaca las imperfecciones del sistema capitalista y señala que las medidas aplicadas atendiendo a las ideas de Milton Friedman y de Alan Greenspan hundieron al sistema monetario. Ya se vio que Greenspan aceptó que el mercado financiero de derivados y sus ideólogos determinaron el derrumbe del sistema monetario internacional y no hubo teoría económica que evitara su colapso.

Algo muy importante que debe ser rescatado de Keynes es lo referente a una necesaria y estrecha relación entre ética y economía. Keynes consideraba a la economía una ciencia moral, que debería enseñar cómo llevar una "vida buena", entendida como una que hiciera buenos a los seres humanos [Skidelsky, 2009]. Por su parte, Chandavarkar [2009] nos recuerda que Keynes buscaba soluciones de política que combinaran la eficiencia económica, la justicia social y la libertad individual. ¡Qué distinto sería todo si se hubieran aplicado tales principios!

A partir de 2010 los objetivos a alcanzar a escala mundial son: aplicar una efectiva supervisión y regulación de los circuitos financieros, establecer un sistema monetario internacional con más participantes y consolidar la recuperación económica; pero lo más importante es evitar que en los años por venir se repita lo ocurrido tras la crisis de 1929: una guerra mundial.

Este trabajo es parte de la discusión interna que se lleva a cabo tanto en el Seminario de Economía Fiscal y Financiera de

la Unidad de Economía Fiscal y Financiera del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEC) coordinado por la maestra Patricia Rodríguez, como en el campo del conocimiento de Economía Financiera del Posgrado de Economía encabezado por la doctora Eugenia Correa. Forma parte del proyecto PAPIT "Incertidumbre Financiera y Cambio Institucional: Desafíos y Acuerdos" financiado por la Dirección General de Asuntos del Personal Académico (DGAPA) y es parte del programa de trabajo aprobado por el Consejo Interno de nuestro Instituto y la Coordinación de Humanidades de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Nuestro agradecimiento a Francisco González Munive, becario del Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (Conacyt), y al licenciado Víctor Medina, que contribuyó en gran medida al acopio de material.



Sistema Financiero desequilibrios globales y regulación

Reconstruir los circuitos financieros y restablecer el orden en el sistema financiero internacional, será una ardua tarea, dada la magnitud y profundidad de lo acaecido. En los últimos cuarenta años, siempre en pos de mayores ganancias, las actividades de los inversionistas institucionales, diluyeron la normatividad financiera y definieron las grandes transformaciones en el sistema financiero internacional. Pese a algunos indicios de recuperación, la crisis financiera no ha tocado fondo como lo demuestran las persistentes altas tasas de desempleo.

Con el desplome del sistema financiero internacional en el periodo que siguió a la caída de Lehman Brothers (septiembre de 2008), se suponía concluida la etapa de desregulación y liberalización de los sistemas financieros; empero, las nuevas medidas de regulación y supervisión no van en ese sentido. Aunque a raíz de la crisis han disminuido los desequilibrios globales, éstos están aumentando de nuevo y se agudizan los problemas en el sistema monetario internacional.

Para volver a la senda del crecimiento, los responsables de adoptar las decisiones de política económica deben retomar las ideas de Keynes en cuanto a que la economía debe enseñar cómo llevar una "vida buena", entendida como una que haga "buenos" a los seres humanos. En consecuencia, las soluciones de política deben combinar la eficiencia económica, la justicia social y la libertad individual. ¡Qué distinto hubiera sido todo de haberse aplicado tales principios!

Alma Chapoy Bonifaz, es economista e investigadora del IIE-UNAM. Autora de múltiples libros y artículos sobre el sistema monetario y financiero internacional, entre los cuales destaca *Problemas monetarios internacionales* (1971), obra central en la formación de varias generaciones de economistas.

Alicia Girón, es economista y doctora en Estudios Latinoamericanos; investigadora del IIE-UNAM. Forma parte del SNI, nivel III; Premio Universidad Nacional 2010; autora de varios libros y artículos sobre el sistema monetario y financiero internacional.

ISBN: 978-607-02-2172-9



9

786070

221729