

Alternativas de reforma para los sistemas financieros

Hansjörg Herr y Rainer Stachuletz

El proyecto de la mundialización neoliberal ganó impulso a finales de los años setenta a través de las políticas de mercado libre seguidas en los Estados Unidos y en el Reino Unido. Los sistemas financieros nacionales e internacionales fueron liberalizándose y desreglamentándose cada vez más, con los siguientes resultados destacables.

Integración de los sistemas financieros

La mayor integración de los mercados financieros internacionales resultado de la desreglamentación de los flujos de capital, junto con el cambio a tipos de cambio flexibles tras el derrumbamiento del sistema de Bretton Woods, crearon una nueva fuente de sacudidas e incertidumbre, así como un nuevo terreno para la especulación.

Influencia mayor de las entidades financieras no bancarias

Las entidades financieras no bancarias como los bancos de inversiones, los fondos especulativos y los fondos de capital privado pasaron a desempeñar un papel importante. Estas entidades suelen tener una orientación especulativa, buscan rentabilidad a corto plazo y trabajan con apalancamientos extremos. Las entidades no bancarias no sólo utilizan sus propios fondos especulativos en sus actividades especuladoras, sino que aprovechan el sistema bancario comercial para movilizar fondos adicionales en inversiones diversas dentro y fuera de los mercados financieros. Por ende, los bancos comerciales pasaron a estar más expuestos a tipos de riesgo extremos. Además, los segmentos del mercado financiero que recibieron protección en una ocasión, como el sector inmobiliario, pasaron a estar plenamente integrados.

Los segmentos del mercado financiero que recibieron protección en una ocasión, pasaron a estar plenamente integrados

Desarrollo de un sistema financiero paralelo

Surgió un sistema financiero paralelo con un nivel de reglamentación bajo (o nulo), que fue ganando terreno. Centros extraterritoriales poco reglamentados se convirtieron en centros financieros internacionales que facilitan el fraude fiscal, el blanqueo de capital y otras actividades delictivas organizadas a escala internacional.

Titulización, innovación financiera y derivados

La titulización irrumpió después del decenio de 1970: sociedades y entidades financieras prefirieron detentar valores comerciables a corto plazo que depósitos bancarios; unidades económicas de todo tipo emitieron una variedad cada vez mayor de empréstitos para adquirir fondos; los bancos vendieron sus carteras de crédito reorganizadas a entidades financieras no bancarias, y las agencias de calificación sin ningún mandato jurídicamente vinculante otorgaron a dichos valores calificaciones elevadas. Las autoridades reguladoras de los gobiernos se encontraron en una posición ridícula: en primer lugar, se les consultó cómo diseñar estos instrumentos derivados de créditos, seguidamente tuvieron que evaluar la calidad de los mismos.

Inicialmente, estos derivados se concibieron para reducir el riesgo de los instrumentos financieros relacionado con el precio, por ejemplo, cambiando los precios de los activos, el precio de las divisas o variando los tipos de interés. La determinación de su precio es relativamente transparente y son negociables. Evidentemente, es difícil poner un precio al riesgo de impago y otros riesgos cualitativos (por ejemplo, el cambio climático y las catástrofes naturales), por lo que son menos negociables. No obstante, estos productos – difíciles de tipificar o incluso de valorar – se desarrollaron y comercializaron activamente en mercados extrabursátiles menos reglamentados.

El problema fundamental de los mercados de riesgo es que los riesgos no se suprimen con el comercio, simplemente se redistribuyen. En muchos casos, ambas partes contractuales son especuladores, y el mercado se transforma en un gran casino en el que gobiernos y contribuyentes se convierten en garantes involuntarios.

Impotencia de los bancos centrales y supervisión

En el nuevo sistema financiero los bancos centrales pasaron a ser meros espectadores. De hecho, el tipo de interés era el único instrumento con que contaban para controlar las variaciones del nivel de los precios, las burbujas del precio de los activos, las fluctuaciones del tipo de cambio y el crecimiento del PIB. Los bancos centrales no disponían de instrumentos para orientar los fondos que

resultaban de las políticas monetarias expansionistas hacia la inversión productiva. Debido a la inestabilidad de los flujos internacionales de capital, en muchos casos la política monetaria tuvo que ajustarse a la primacía de la estabilización externa.

Como resultado, en todos los mercados de activos las burbujas de precios han pasado a ser más frecuentes, acarreando consecuencias económicas negativas. Al mismo tiempo, las fluctuaciones de los tipos de cambio y los crecientes desequilibrios de cuenta corriente se han sumado a la inestabilidad de los mercados financieros. A menudo, las burbujas de precios van parejas a la expansión del crédito, que en muchos casos no se destina a la financiación de actividades reales. El panorama general es de un aumento del endeudamiento. Por ejemplo, en los Estados Unidos la deuda de los hogares como porcentaje del PIB aumentó de menos del 50 por ciento en el decenio de 1970 a más del 100 por cien hacia finales del primer decenio del siglo XXI y, en el mismo período, la deuda de las empresas aumentó de alrededor del 75 por ciento a más del 125 por ciento¹. La relación deuda gubernamental-PIB en muchos países también ha aumentado de forma marcada en los últimos decenios.

En todos los mercados de activos las burbujas de precios han pasado a ser más frecuentes

La desreglamentación de los sistemas financieros que se inició en los años setenta generó una expansión insostenible del crédito en prácticamente todos los sectores de muchos países, así como una estratificación generalizada de la deuda. Las burbujas, el crédito insostenible, las turbulencias internacionales de los tipos de cambio y los crecientes desequilibrios por cuenta corriente apuntan a un sistema financiero cada vez más frágil. Con toda seguridad, aunque podamos superar la crisis actual, si no introducimos cambios sustanciales se creará una nueva burbuja, probablemente incluso más nociva.

Como opción de reforma fundamental, somos partidarios de un sistema financiero en la tradición de la Ley Glass-Steagall y el Plan Volcker original. Estos planes fueron mucho más radicales que la aguada legislación promulgada en los Estados Unidos en julio de 2010.

¿Cómo sería el proyecto de un sistema financiero estable que favoreciese el desarrollo económico? Este sistema financiero debería dividirse en bancos y entidades no bancarias. La reglamentación establecería una clara división entre bancos – como principal fuente de financiación de las empresas – y entidades financieras no bancarias más orientadas a la gestión de riesgos y la especulación. Los bancos comerciales tendrían prohibido participar en operaciones de «prop trading», por ejemplo, especular

El sistema financiero debería dividirse en bancos y entidades no bancarias

con fondos propios o prestados: no estarían autorizados a poseer bancos de inversiones, fondos especulativos o fondos de capital privado, ni a conceder créditos a dichas entidades u otras entidades no bancarias. Si estas últimas desearan obtener fondos para sus negocios, tendrían que buscarlos en las economías domésticas. Estos fondos crearían capital suficiente para iniciar negocios u otras empresas no financiadas por los bancos comerciales. Las relaciones financieras u otras relaciones comerciales con entidades ajenas a los sistemas financieros reglamentados (por ejemplo, los paraísos fiscales) estarían estrictamente prohibidas.

Las concesión de préstamos por parte de los bancos estaría regulada por los bancos centrales. Se podría aplicar una restricción cuantitativa a los préstamos al sector inmobiliario como préstamos personales. Las participaciones en dichos préstamos podrían modificarlas discrecionalmente las autoridades monetarias. Esto permitiría políticas de participación anticíclicas, a diferencia del acuerdo de capital Basilea II que tiene efectos procíclicos no deseados.

La financiación inmobiliaria y partes importantes del sector del capital privado, con sus dimensiones sociales y financieras específicas, podrían considerarse un caso especial, y sólo se permitirían a entidades autorizadas por el Estado. El mercado inmobiliario podría considerarse un segmento particular, con relaciones crediticias con el resto del sistema financiero debidamente reglamentadas.

En entornos liberalizados, los bancos tienen tendencia a seguir estrategias de negocio agresivas y arriesgadas para defender o aumentar su cuota de mercado. Para reducir la competencia destructiva entre bancos, en un sistema financiero reglamentado la competencia entre bancos comerciales podría limitarse fijando, por ejemplo, los tipos reales de interés en depósitos de los bancos comerciales. Los bancos centrales también podrían fijar tipos de interés máximos. En un sistema muy reglamentado, los bancos centrales podrían incluso fijar los tipos de interés y la cantidad de crédito que los bancos estarían autorizados a conceder. La ventaja de un sistema de racionamiento del crédito tan reglamentado es que pueden aplicarse políticas monetarias restrictivas sin aumentar los tipos de interés.

Los derivados sólo deberían comprarse y venderse en mercados reglamentados y controlados. Con un control estricto de los límites podrían reducirse los ataques especulativos. Sólo se autorizarían determinados productos normalizados que hubiesen sido comprobados por un órgano supervisor, y sólo determinados agentes supervisores debidamente acreditados participarían en el mercado. La titulización del crédito sería posible hasta cierto punto, puesto que si el iniciador de un préstamo estuviese obligado a registrar en sus libros una

parte considerable del mismo y si los derivados estuviesen normalizados, la titulación no tendría efectos nocivos.

Por último, aunque no por ello menos importante, un sistema de estas características requeriría controles internacionales de capital con objeto de proporcionar a los bancos centrales los instrumentos adecuados para controlar los flujos internacionales de capital poco estables. Los desequilibrios en cuenta corriente deberían mantenerse a un nivel reducido. Los debates celebrados durante las negociaciones de Bretton Woods en el decenio de 1940 podrían ser un punto de partida para el desarrollo de este sistema.

El sistema financiero esbozado no es una ficción. Era una realidad en los Estados Unidos y en la mayoría de los países industrializados después de la Segunda Guerra Mundial. Existían sistemas muy reglamentados – y siguen existiendo en modalidades distintas – en países del «milagro asiático». El sistema financiero vigente en China desde 1978 también se ajusta a este modelo. Los sistemas financieros de estos países ofrecían suficiente crédito de bajo coste al sector empresarial, estimulando el crecimiento y el empleo sin provocar inestabilidad en el mercado financiero.

Para muchos, el proyecto antes expuesto no parece viable desde el punto de vista político. En todo caso, prevalecerá la fragilidad de nuestro sistema financiero actual, pero si, para variar, la historia abre una ventana a la oportunidad, deberíamos saber cómo actuar.

Otras lecturas

Dullien, S., y Herr, H. 2010. «EU Financial Market Reform». *International Policy Analysis 2010* (Bonn, Friedrich Ebert Foundation), disponible en <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/07242.pdf>.

Nota

¹ Base de datos Flow of Funds Accounts 2010, de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Hansjörg Herr es catedrático de integración supranacional en el Berlin School of Economics and Law y director económico del máster en política laboral y globalización de la Universidad Global del Trabajo.

Rainer Stachuletz es catedrático de finanzas en el Berlin School of Economics and Law. En la actualidad trabaja como consultor en el Banco Estatal de Viet Nam en la Banking Academy de Hanoi.