

Globalización financiera y riesgo sistémico

• • • • • HECTOR GUILLEN ROMO*

DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL A LA ECONOMÍA MUNDIAL

Los términos “economía mundial” o “economía global” tienden a sustituir al más tradicional de economía internacional. Más allá de una cuestión de moda, ello refleja una transformación real de las relaciones económicas. En efecto, “economía internacional” supone que la nación se define con bases geográficas y políticas (una moneda, un espacio territorial y un conjunto de reglas e instituciones) y constituye un sujeto de análisis pertinente. Así, la economía internacional es la disciplina que tiene por objeto analizar las relaciones entre esas unidades económicas homogéneas denominadas naciones, sujetas al mismo tipo de racionalidad que las empresas y los individuos.

En cambio, hablar de economía mundial entraña matizar o incluso cuestionar ese tipo de análisis. Las fronteras políticas ya no corresponden a las económicas y los mercados desbordan las naciones.¹

Después de la segunda guerra mundial, el comercio mundial creció a un ritmo dos veces superior que la producción, y la multinacionalización de las empresas se acentuó y generalizó. Ésta, inicialmente estadounidense, incluyó de manera creciente a negocios europeos y japoneses. Desde principios de los años setenta Raymond Vernon señalaba que las empresas comprometidas en la multinacionalización buscaban librarse de los marcos nacionales (reglamentarios, monetarios, etc.), lo que cues-

tionaba la soberanía de los estados-nación.² Muchas grandes empresas multinacionales adoptaron una estrategia mundial, es decir, en función del mercado global y no de las naciones.³

En los años sesenta el crecimiento del mercado de los eurodólares y las eurodivisas apuntaba a otra forma de mundialización que indujo la liberación de los movimientos de capitales, que se volvieron incontrolables. A partir de 1974, Estados Unidos desmanteló las barreras a la exportación de capitales que había impuesto en los sesenta. De manera progresiva los países más reticentes, como Francia y Japón, levantaron las trabas al libre flujo de capitales monetarios y financieros. Ello permitió exportar el ahorro nacional de suerte que en los ochenta Japón financió el déficit presupuestario de Estados Unidos, cuyas restricciones externa y presupuestaria se mitigaron.

La mundialización entraña una ruptura con respecto al movimiento de internacionalización, pues significa la desaparición de la economía internacional como principio de organización de la “economía mundo”. La internacionalización y la mundialización son dos fenómenos distintos: en tanto que la primera es un proceso que se refiere a la apertura de las economías nacionales, la segunda alude a la integración, lo que implica el cues-

2. Raymon Vernon, *Les entreprises multinationales*, Calmann Levy, París, 1973.

3. R. Stevenson, vicepresidente de la Ford, señaló en 1970: “Nuestro objetivo es estar presentes en cada país [...] En la Ford Motor Co. concebimos un mundo sin fronteras [...] No nos consideramos una empresa estadounidense [...] Somos una empresa transnacional. Y cuando establecemos contacto con un gobierno que no quiere a Estados Unidos, siempre le decimos: ¿Qué prefiere usted? ¿Gran Bretaña? ¿Alemania? Disponemos de una gran cantidad de banderas. Exportamos de cada país.” *Business Week*, 19 de diciembre de 1970, pp. 58-59.

1. Jean Marc Siroën, *L'économie mondiale*, Armand Colin, París, 1994, p. 7.

* Profesor del Departamento de Economía y Gestión de la Universidad de París VIII.

tionamiento parcial o total de los factores que fundamentan la existencia de las economías nacionales.⁴

El modelo puro de economía mundial es una abstracción en la que habrían desaparecido las propiedades que sustentan a la economía internacional. La economía mundial globalizada obedecería a su propia lógica, que dejaría de ser la de relaciones económicas entre entidades nacionales independientes. Las empresas multinacionales se habrían desprendido de su base local, los movimientos de capitales escaparían a las preferencias nacionales y los países habrían perdido el control de su moneda.

En la realidad, las lógicas "internacional" y "mundial" coexisten.⁵ Claro está, el desarrollo de todas las formas de intercambio acelera la evolución hacia la mundialización, pero los "pueblos" y las naciones no dejan de estar apegados a la defensa incluso ilusoria de la soberanía económica.⁶ En estas condiciones, la economía mundo se encuentra de hecho en algún punto intermedio entre el modelo de economía internacional y el de economía mundial, pero ¿qué pasa en el terreno de las finanzas?

TENDENCIA A LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

Tanto en la esfera productiva como en la financiera, la globalización entraña las tres condiciones que se describen en seguida.⁷

a) El producto debe ser global. Debe tratarse de un producto universal susceptible de ser identificado y demandado en escala mundial por el consumidor como, por ejemplo, las hamburguesas de McDonald's. Pero puede también tener otro significado. Así, se puede decir que una compañía de transporte marítimo está globalizada si hace escala en los cinco continentes, al igual que un banco que opera como banca universal en todas las grandes plazas financieras del mundo.

b) Para que la actividad de un grupo se considere global es preciso que la posición del competidor en el mercado nacional sea fundamentalmente afectada por la posición global. Su capacidad de penetración dependerá de los resultados globales en la medida en que se capitalicen en escala local las ventajas obtenidas en el mundo entero (en materia tecnológica, de reputación del producto, etc.). Por ejemplo, esto es particularmente cierto para los bancos universales cuya credibilidad en materia de solvencia en determinado país depende de su balance consolidado.

c) La ausencia de preferencia operacional por el país o la zona de implantación original. Sólo las condiciones de costos y rendimientos comparados deben determinar la afectación de los

medios financieros y humanos. El grupo global es el que tiene circulación intensa de personal de dirección, incluso si en la práctica los dirigentes del país de origen son mayoritarios.

Así, a juicio de Henri Bourguinat, la idea de globalización se impone con más fuerza en las finanzas que en la industria. El producto es por naturaleza más móvil y más ubicuo, se desplaza con costos de transferencia en extremo bajos, a menudo está estandarizado y es bien identificado por los inversionistas en casi todo el mundo. El paso de un producto financiero a otro en ocasiones presenta riesgos específicos como el cambiario o el referente a las reglamentaciones nacionales, pero en los años recientes éstos se han atenuado de manera notable o bien se pueden asegurar mediante diversos procedimientos. La globalización en el dominio financiero, más que en el industrial, entraña que la situación en determinado país de una banca universal, una compañía de seguros o una casa de bolsa, depende a todas luces de su balance y su solvencia considerados de manera consolidada.

Bourguinat, señala que el proceso de globalización financiera se explica por la regla de las tres "d": descompartimentalización, desreglamentación y desintermediación.⁸

Descompartimentalización de los mercados

La descompartimentalización de los mercados se refiere a eliminar las fronteras que antes separaban a los mercados.⁹ En primer lugar, se trata de la apertura al exterior de los mercados nacionales, pero también de abrir los internos. Las barreras internas desaparecen y los mercados monetario (dinero a corto plazo), financiero (capital a más largo plazo), de cambios (intercambio de monedas) y a futuro, entre otros, se unifican. En adelante, el inversionista busca el mejor rendimiento pasando de un título a otro, de una moneda a otra, de una obligación en dólares a una en pesos. Finalmente, estos mercados particulares (financiero, de cambios, de opciones, de futuros) son subconjuntos de un mercado financiero global de carácter mundial. En la actualidad, el sistema financiero internacional es un megamercado único de dinero que se caracteriza por una unidad de lugar y de tiempo. Las plazas financieras están cada vez más interconectadas gracias a las redes modernas de comunicación y funcionan las 24 horas de manera continua en las plazas del Extremo Oriente, Europa y América del Norte.

Desreglamentación

Las autoridades monetarias de los principales países industrializados abolieron la reglamentación de cambios para facilitar la circulación internacional del capital. A este respecto, destacan la apertura del sistema financiero japonés en la primera mitad de los ochenta, en gran medida impuesta por las autoridades estado-

4. Gérard Kébabdjian, *Pour une économie politique des relations internationales: mondialisation, régionalisation, nation*, mimeo., París, 1996, p. 12.

5. Hay quien va más lejos y habla de una configuración enmadejada en escalas local, nacional y supranacional. Robert Boyer, "Les mots et les réalités", en *Mondialisation. Au delà des mythes*, La Découverte, París, 1997, p. 41.

6. Jean Marc Siroën, *op. cit.*, p. 8.

7. Henri Bourguinat, *Finance internationale*, Presses Universitaires de France, París, 1992, pp. 89-91.

8. Henri Bourguinat, *Finance...*, *op. cit.*, pp. 91-100.

9. Dominique Plihon, "Les enjeux de la globalisation financière", en *Mondialisation...*, *op. cit.*, pp. 69-79.

unidenses, y el desmantelamiento de los sistemas nacionales de control de cambios de los países europeos en el marco de la creación del mercado único de capitales en 1990. Este proceso forma parte de la tendencia a la liberación de los movimientos de capitales iniciada en Estados Unidos a finales de los setenta y que se expandió posteriormente al resto del mundo.

De todo esto resulta una aceleración de la movilidad geográfica de los capitales y una mayor sustituibilidad entre los instrumentos financieros. En efecto, en Estados Unidos se introdujo una serie de innovaciones financieras que acompañaron a la nueva política monetaria de control de la base monetaria y liberalización de las tasas de interés.¹⁰ La mayor movilidad de éstas y los cursos cambiarios tan volátiles darán lugar a toda una gama de nuevos instrumentos financieros para administrar esta doble inestabilidad. Se trata de una serie de nuevos productos financieros que tienen un triple objetivo: administrar la inestabilidad de las tasas de interés y cambiarias pasando de un compartimiento del mercado interno a otro (tasa variable-tasa fija; mercado al contado-mercado a plazos) y de una divisa a otra. La desreglamentación y las innovaciones convergieron para proteger a los operadores contra la incertidumbre, permitiéndoles fabricar la divisa de su elección teniendo de entrada una óptica multidivisas que implica justamente la globalización del mercado.¹¹

Desintermediación

Desde los ochenta algunos depósitos huyeron del pasivo de los bancos atraídos por la rentabilidad y la liquidez de las sociedades de inversión de capital variable. Éstas se tornaron en protagonistas de los mercados financieros, sobre todo en el monetario.¹² Del lado activo bancario, las oportunidades ofrecidas a las

10. Se trataba de eliminar la distinción entre las cuentas a plazos y las cuentas a la vista. Así, por ejemplo, las cuentas Now permitieron a los titulares de cuentas a plazos retirar fondos a condición de dejar un saldo mínimo. Posteriormente, las cuentas Super Now autorizaron, en ciertas condiciones, expedir cheques a partir de las cuentas a plazos. Por su parte, los Automatic Transfer Service permitieron una transferencia automática de las cuentas a la vista a las cuentas a plazos. Todo esto mostraba la voluntad de desreglamentar de las autoridades monetarias estadounidenses. Henri Bourguinat, *op. cit.*, p. 92.

11. Un ejemplo de estas poderosas correas de transmisión entre mercados internos y externos lo constituyen los *swaps*: los de interés, que permiten sacar partido de las diversas condiciones en los mercados reglamentados, cambiando una deuda a tasa fija contra una deuda a tasa variable (y viceversa); los *swaps* de divisas, con los cuales se puede trocar una deuda en una divisa contra una deuda en otra divisa; los cruzados, que combinan deudas y préstamos en monedas distintas, prestadas a tasas diferentes. Henri Bourguinat, *Finance...*, *op. cit.*, pp. 93-97.

12. Se trata de un mercado de títulos de corto plazo abierto a los agentes financieros (bancos, sociedades de inversión) o no financieros (familias, empresas, Estado). Los nombres de los títulos del mercado monetario responden a la personalidad del emisor (certificados de depósito si el emisor es un banco, billetes de Tesorería si es una empresa, bonos del Tesoro si es el Estado), pero sus características son idénticas: monto unitario elevado, duración de 10 días a 7 años, etc. El monetario se sitúa entre los mercados financieros tradicionales (las

grandes empresas por el mercado monetario y el nuevo dinamismo de la bolsa de valores limitaron la demanda de crédito. En este sentido, mucho se ha hablado de la desintermediación del financiamiento, entendida como una disminución de la parte de éste que transita por los intermediarios en beneficio de las finanzas directas. Éste es el caso, por ejemplo, de Aeroméxico cuando decide emitir obligaciones internacionales en lugar de financiarse con crédito bancario.

Así, la integración financiera marcada por las tres "d" se caracteriza por el respeto de la regla de la unidad de tiempo (funciona las 24 horas del día) y de lugar (las plazas están cada vez más interconectadas), lo que conduce a un auténtico megamercado financiero mundial. Los mercados específicos (bolsa, cambios, opciones, futuros) se vuelven compartimientos del mercado global e interdependientes gracias a los arbitrajes que permiten los *swaps* y otras formas de paso de un mercado a otro. Este mercado mundial de fondos prestables muestra otra propiedad: gracias a la electrónica y a la computación, funciona prácticamente en tiempo real, de tal suerte que cualquier información pública se difunde de inmediato de un extremo al otro del planeta. Así, una gran cantidad de inversionistas puede seguir el mercado global y, de manera simultánea, los posibles efectos de su comportamiento en el riesgo y el rendimiento de sus carteras. Con el gran poder de cómputo se tiene acceso inmediato a la información del mercado en tiempo real, lo que hace posible identificar las oportunidades de arbitraje; cuando éstas se reconocen, los sistemas de telecomunicación permiten la rápida ejecución de las órdenes para su captura. Estas transformaciones se acompañan de una mutación por lo que toca a los actores de los mercados financieros, antes controlados por inversionistas individuales y manejados ahora por instituciones financieras: fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos mutualistas, bancos comerciales y asociaciones de ahorro y préstamo. A diferencia de los inversionistas individuales, los institucionales están más dispuestos a transferir fondos a través de las fronteras nacionales para diversificar las carteras o aprovechar los precios erróneos de los activos financieros en el extranjero.

Sin embargo, más que un hecho acabado, la globalización financiera constituye una *tendencia*.¹³ En efecto, una globalización financiera perfecta entrañaría que todos los productos financieros fueran libremente accesibles sin importar su lugar de emisión. Luego entonces, deberían tener el mismo precio, lo que según Jean Marc Siroën significaría que se cumplieran dos condiciones: a) que las tasas de interés real fuesen idénticas en todos los países, y b) que en la totalidad de éstos el ahorro nacional dejara de estar vinculado a la inversión nacional. En caso de déficit (inversión mayor que ahorro), el país podría importar capitales a la tasa de interés mundial y a la inversa exportarlos en caso de excedente. En la realidad, estas condiciones no se cumplen, las tasas

obligaciones cuya duración es superior a siete años) y las finanzas indirectas. Permite diversificar las posibilidades de los prestamistas y los prestatarios, en particular el Estado, reforzando el arsenal de las finanzas directas.

13. Jean Marc Siroën, *op. cit.*, pp. 58-59.

de interés real difieren entre los países y la disociación del ahorro y la inversión no se ha podido demostrar estadísticamente.

En la realidad, los capitales no son perfectamente movibles ni perfectamente sustituibles. La desreglamentación financiera y el progreso técnico que mejoran la trasmisión de las órdenes dan mayor fluidez al capital, pero persisten importantes obstáculos a la movilidad, como los costos de transacción, los gastos de conversión de monedas, los impuestos sobre las operaciones y las reglamentaciones, entre otros.¹⁴ Todo esto impide la sustituibilidad perfecta y la integración financiera total. Para que dos activos financieros sean perfectamente sustituibles en la cartera financiera de un inversionista se necesita que para una tasa de interés real idéntica, el inversionista no tenga ninguna razón para preferir un título emitido por otro. Así, por ejemplo, un bono del Tesoro mexicano puede sustituir un bono del Tesoro francés, japonés o estadounidense.

Entonces, ¿cuál ha sido el papel de esta globalización financiera incompleta en términos de estabilidad económica?

EFFECTOS DE LA TENDENCIA A LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

No se puede negar que la globalización desempeñó un papel positivo en el plano interno por partida doble: bajó los costos de intermediación debido al financiamiento directo y permitió el acceso a nuevas fuentes de ahorro gracias a la emisión de títulos. Sin embargo, esos efectos representaron rápidamente una ventaja irrisoria frente a las dificultades que generaba la globalización financiera. En este sentido, se pueden señalar tres problemas: 1) la desconexión de las finanzas con respecto a la economía real; 2) la financiarización del tipo de cambio, y 3) el surgimiento de nuevos riesgos individuales.

Por lo que toca al primer punto, Keynes señala en la teoría general que los mercados financieros tienen una relación ambivalente con la esfera productiva.¹⁵ Por un lado, son indispensables para financiar a las empresas en la medida en que resuelven el problema de la irreversibilidad de los compromisos financieros pero, por otro, su desarrollo origina inestabilidad e incertidumbre, lo que perjudica el crecimiento de las empresas. Keynes distingue la actividad empresarial que busca obtener beneficios como producto de la inversión productiva y la actividad especulativa que busca ganancias operando en la bolsa. A este respecto, las predicciones de Keynes resultaron del todo válidas: al favorecer el crecimiento de las actividades financieras, las autoridades públicas alentaron las finanzas especulativas.¹⁶ Este

14. Con respecto a la función de los gobiernos en los mercados financieros véase Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani y Michael G. Ferri, *Mercados e instituciones financieras*, Prentice Hall, México, 1996, capítulo III.

15. J. M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, París, 1969.

16. La especulación se puede definir como una operación que no tiene otra finalidad que el beneficio que engendra. Se trata, como señala Kaldor, de operaciones no vinculadas a ventajas relacionadas con el uso del bien, con una transformación o con una transferencia de un

fenómeno se ilustra con amplitud en varios países con un desarrollo inusitado de la esfera financiera en los ochenta, sin relación alguna con el crecimiento mucho más débil de la esfera productiva. En estas condiciones, para muchas empresas, el coeficiente q de Tobin, es decir, el valor en bolsa sobre el valor contable de una empresa, es muy superior a 1.

En cuanto al segundo punto, la financiarización del tipo de cambio, es necesario apreciar la relación entre la explosión de los movimientos financieros internacionales y la mundialización de las actividades productivas. La acusada divergencia entre la tasa de crecimiento de las actividades financieras y la de las productivas permite, en cierto sentido, apreciar el grado de autonomía de los mercados financieros. En tanto que de 1980 a 1988, los flujos comerciales en el mundo se multiplicaron por dos y la inversión extranjera directa por 3.5, las transacciones en el mercado de cambios lo hicieron por 8.5. El cambiario constituyó el compartimiento del mercado financiero global con el más alto crecimiento: en los ochenta el volumen de las transacciones se multiplicó por diez. Se supone que la función principal del mercado de cambios es facilitar el pago de los intercambios comerciales. Ahora bien, se ha estimado que el monto de transacciones vinculadas a los intercambios de mercancías representa apenas 3% del monto de las transacciones cotidianas en los mercados cambiarios, las cuales superaban en 1992 los 1 000 millones de dólares diarios.¹⁷ Así, los mercados cambiarios se desconectan cada vez más de la producción y forman el epicentro de lo que el profesor Bourguinat denomina "economía internacional de especulación".¹⁸

En lo que atañe a los riesgos individuales, tercer punto, cabe señalar que las instituciones financieras comprometidas en el proceso de globalización corren dos tipos de riesgos: de volatilidad y de contrapartida. Los primeros conciernen a las tasas de interés, los tipos de cambio y los precios de los activos financieros en la bolsa. Este tipo de riesgos ha aumentado de manera considerable como resultado de la flotación de las monedas, el papel privilegiado de las tasas de interés como instrumento de política monetaria y la creciente importancia de la especulación en los mercados bursátiles. Los riesgos de contrapartida son los vinculados a la falta de pago y la insolvencia de los prestatarios.

Para cubrirse contra los riesgos individuales de volatilidad se creó una serie de productos e instituciones específicas. Entre los primeros destacan los *swaps*, las opciones y los *future* (o

mercado a otro. Se trata, simple y llanamente, de sacar partido de la modificación del precio de un activo. N. Kaldor, "Speculation and Economic Activity", *Review of Economic Studies*, vol. 7, núm. 1, 1939.

17. François Chesnais, *La mondialisation du capital*, Syros, París, 1994, pp. 209-210.

18. Henri Bourguinat, *La tyrannie des marchés*, Economica, París, 1995, p. 11. Cabe señalar que la especulación provoca desajustes en los tipos de cambio que no son necesariamente desfavorables al comercio internacional, ya que abren oportunidades de exportar en los países cuya moneda está subvaluada, revelando para otros posibilidades de importar. Sin embargo, en tales condiciones, el libre cambio no permite fijar de manera durable las especializaciones con lo que los efectos benéficos del comercio se desvanecen.

forward rate agreements, FRA (acuerdos de tasa de interés a término).¹⁹ Entre los mercados organizados cabe mencionar los futuros financieros, es decir, los mercados a plazos de instrumentos financieros que aparecieron en 1975 en Chicago, donde ya existían grandes mercados a plazos para las mercancías. Dichos mercados registraron un desarrollo muy rápido en Estados Unidos y más tarde en Europa: en 1982 en el Reino Unido se creó el LIFFE (London International Financial Futures Exchange), en tanto que en Francia se instituyó en 1986 el MATIF (Mercado a Plazos Internacional de Francia) y en 1987 el MONEP (Mercado de Opciones Negociables de París).

A fin de hacer frente a los riesgos de contrapartida se crearon las agencias de notación, entidades independientes que clasifican y atribuyen una nota que mide el grado de solidez financiera tras un examen de cuentas y balances. Indican, así, al conjunto de operadores financieros los riesgos que pueden correr al prestar o firmar contratos con la institución calificada.

Más allá de estos riesgos individuales que han generado una serie de instrumentos y de mercados para cubrirse de ellos, existe un riesgo sistémico global vinculado al sistema mismo y que, por tanto, no se puede diversificar.

EL RIESGO SISTÉMICO

Los riesgos microeconómicos descritos pueden tornarse macroeconómicos o sistémicos si la falla de uno o varios deudores importantes pone en peligro al sistema bancario o si un desplome de la bolsa afecta a la economía en su conjunto. El riesgo sistémico se define como “la eventualidad de que aparezcan estados económicos en los cuales las respuestas racionales de los agentes individuales a los riesgos que perciben, lejos de conducir a una mejor distribución de los riesgos por diversificación, aumentan la inseguridad general”.²⁰ En estas condiciones, se asiste a fenómenos de contagio o propagación generalizados que llevan a todo el sistema económico a la catástrofe.

Henri Bourguinat distingue dos tipos de contagio: el horizontal y el vertical.²¹ El primero obedece a la interconexión de las plazas financieras. La solidaridad de las plazas asegurada por los procedimientos de cotización automática del tipo NADASQ (National Association of Dealers Automatic Share Quotation) permite cotizar de manera automática varios miles de acciones en Londres y en Nueva York. A este hecho que facilita el contagio se suman las múltiples formas de transmisión electrónica de la información en escala mundial. Así, durante el crac de octubre de 1987 se calcularon coeficientes de contagio entre plazas finan-

ciarias y se detectó que entre Tokio, Londres y Nueva York el valor de los coeficientes aumenta a medida que la volatilidad de las cotizaciones se eleva. Esto significa que en caso de un movimiento brutal al alza o a la baja de una plaza importante, la onda de choque corre el riesgo de transmitirse más rápidamente. El simple hecho de que cada bolsa resiente los efectos de las informaciones no sólo de las que le son propias sino también de las comunes a todos los mercados —aunado a la coincidencia parcial de las horas de apertura de las grandes bolsas (Londres, París, Nueva York) o su proximidad (Tokio y Nueva York)—, reviste una importancia considerable. Los agentes de una plaza como la de Londres podrán considerar que la información revelada por el precio de apertura o de cierre de otra plaza, como Nueva York o Tokio, es más importante que sus propias cotizaciones de equilibrio y acentuarán o modificarán su propia orientación.

El contagio vertical se explica por la interconexión de los mercados. En efecto, la integración vertical de éstos avanza cada día más. A la interdependencia de los mercados monetarios y financieros mediante la tasa de interés, se añade la que se presenta en las cotizaciones de las acciones y las de las obligaciones. Fuera de estos canales clásicos de transmisión, hay que tomar en cuenta de hoy en adelante los vínculos entre los mercados financieros y los de cambios, entre los financieros y los de instrumentos a plazos, entre los de cambios y los de opciones, etc. Esta integración vertical de los mercados favorece los procesos de propagación entre compartimientos del mercado global, con lo que crece el riesgo sistémico.

La dinámica del riesgo sistémico tiene su origen en la incertidumbre en cuanto al ajuste de ciertos precios —tipo de cambio, tasa de interés, precios de los activos— y genera tipos particulares de comportamiento que no siempre atienden al principio de racionalidad postulado por los economistas.²² Esta incertidumbre genera comportamientos psicológicos que se convierten en vectores de inestabilidad creciente y pueden degenerar en una crisis financiera generalizada. Entre dichos comportamientos destacan el imitativo, la ceguera frente al desastre y la desconfianza generalizada.²³

Se ha intentado aprehender el comportamiento imitativo con el término francés *specularité*: “la interacción de los comportamientos de agentes competitivos que forman anticipaciones sobre las anticipaciones de los otros. Se puede demostrar por recu-

19. La opción es un derecho reconocido por contrato de compra o venta de una cantidad determinada de un activo (moneda o título) a un precio fijo en un plazo o a una fecha previstos. Los FRA constituyen acuerdos sobre las tasas de interés futuras para protegerse de las variaciones imprevistas en un período dado.

20. M. Aglietta y P. Moutot, “Le risque de système et sa prévention”, *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, núm. 41, 1993, p. 22.

21. Henri Bourguinat, *Finance...*, op. cit., pp. 107-110.

22. Una distinción clásica debida a Knight y retomada años después por Keynes opone el riesgo a la incertidumbre. La noción de riesgo se refiere a situaciones caracterizadas por la repetición de un mismo suceso aleatorio (un suceso aleatorio estacionario con distribución invariante). La noción de incertidumbre corresponde a una situación en la que ninguna probabilidad cifrada puede ser afectada a la realización de un suceso, es decir, se ocupa de fenómenos que no pueden ser aproximados recurriendo a observaciones pasadas. F. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, London School of Economics, 1921, y J. M. Keynes, “The General Theory: Fundamental Concepts and Ideas”, *Quarterly Journal of Economics*, febrero de 1937.

23. Michel Aglietta, Anton Brender y Virginie Coudert, *Globalisation financière: l'aventure obligée*, Economica-CEPII, París, 1990, capítulo V.

rrerencia que agentes igualmente racionales serán conducidos a formar anticipaciones cruzadas a nivel infinito. Es este juego de reflexión de las anticipaciones, cuyo precio de mercado es el límite, lo que constituye la *spécularité*.²⁴ Dicho de otra manera, el término designa un “efecto de espejo” subyacente a la cotización en un mercado financiero. Los operadores intentan prever no el valor fundamental de un título,²⁵ sino la opinión promedio de los participantes. Se trata entonces de apreciar las conjeturas de los otros participantes, los que a su vez intentan anticipar las ideas de los primeros. Estos comportamientos llegan a validarse unos a otros, lo que pone en evidencia una propensión a la autorreferencia de los precios de los activos y se vuelven independientes de las condiciones reales de la vida económica.

En ese entorno, los comportamientos miméticos son fundamentales. La imitación de los demás constituye una manera de protegerse contra el riesgo. Por un lado, permite acercarse a la opinión promedio de los participantes que determinan las cotizaciones del mercado. Por otro lado, da la ilusión, en ausencia de un punto de referencia, de seguir a los que se considera como mejor informados. En este sentido, se ha evocado en muchas ocasiones la metáfora de Keynes con respecto al concurso de belleza: “La técnica de inversión financiera se puede comparar con los concursos de belleza organizados por los periódicos en los que los participantes escogen los seis rostros más hermosos entre cien fotografías; el premio se atribuye a aquél cuyas preferencias se aproximan más a la selección promedio de los competidores”.²⁶ Así, los competidores no escogen en función de una norma de belleza, sino en función de la supuesta opinión de los otros competidores. En los mercados financieros este comportamiento lleva a la polarización de las opiniones, la cual conduce a la formación de burbujas especulativas que terminan por estallar convirtiéndose en cracs bursátiles o en crisis monetarias.

Con todo, el comportamiento imitativo no constituye la única actitud psicológica pertinente para el estudio de los riesgos sistémicos. La tesis de la ceguera ante el desastre ha atraído también la atención de los economistas.²⁷ Esta tesis expresa el comportamiento de prestamistas competidores que lleva a que el crédito evolucione hacia posiciones de sobreendeudamiento. Este fenómeno puede reforzar la especulación desestabilizante

24. *Ibid.*, p. 230.

25. La teoría financiera fundamenta su análisis de las cotizaciones en la bolsa con el concepto de mercado financiero “eficiente”. A este respecto, se dice que un mercado financiero es eficiente si evalúa correctamente los activos que ahí se cotizan. Esta evaluación correcta que los economistas llaman valor fundamental mide la capacidad económica real de la empresa para hacer beneficios. Para estimarla, los analistas financieros toman en cuenta numerosos datos, como el potencial tecnológico de la empresa, sus perspectivas de desarrollo, su situación financiera. Según esta perspectiva de análisis, las variaciones del precio de un título deben ser únicamente reflejo de las modificaciones de la estimación del valor fundamental de la empresa cotizada en bolsa.

26. J.M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, París, 1969, p. 171.

27. H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, CT., 1986.

en los mercados. También puede ser un factor autónomo de riesgo sistémico en economías fuertemente intermediadas en las que los mercados financieros desempeñan un papel secundario. Más aún, la tesis de la ceguera ante el desastre señala que en un largo período de crecimiento el crédito se otorga cada vez con mayor facilidad y las informaciones exigidas de los deudores son cada vez menos pertinentes. El seguimiento de los préstamos es cada vez más laxo y las posiciones de fragilidad creciente se acumulan sin que los participantes se percaten. Así, la vulnerabilidad a las crisis financieras es el resultado endógeno de comportamientos que han olvidado las lecciones de las crisis del pasado. Mientras que la exposición del sistema financiero a los choques de crédito²⁸ es una función creciente del tiempo que ha pasado desde la última crisis de crédito, la capacidad de hacerle frente es una función decreciente de la misma variable.

Finalmente, al lado del comportamiento imitativo y de la ceguera ante el desastre, la desconfianza generalizada constituye una tercera forma de actitud psicológica susceptible de conducir a un riesgo sistémico. Las dudas frente a la capacidad de los bancos para convertir los depósitos se pueden contagiar y generalizar, con lo que se exagera la preferencia por la liquidez: “el talón de Aquiles de las economías monetarias.”²⁹ La sospecha se extiende y se traduce en un movimiento contagioso a la Hirschman.³⁰ Se trata de una actitud de rechazo a participar en el juego económico, de un retiro del sistema financiero sin indicar sus intenciones futuras. Ello se manifiesta como un rechazo de todas las monedas bancarias, como una huida hacia la liquidez. La generalización de este fenómeno es un sistema monetario donde la oferta es rígida a corto plazo, autodestructora y el origen de los pánicos bancarios. A sabiendas de que los bancos honran la convertibilidad de los depósitos secuencialmente, los depositantes se precipitan a retirarlos cuando el valor agregado de los depósitos excede el de la cartera de activos liquidables por la banca. Pero el valor de la cartera se desploma porque los bancos se precipitan a su vez a vender sus activos y, a menudo, los agentes que lograron ejercer su preferencia por la liquidez disminuyen sus gastos y desencadenan una contracción de la economía.

Los comportamientos citados (imitación, ceguera ante el desastre y desconfianza generalizada) son irracionales desde el punto de vista de la teoría financiera convencional.³¹ Pero la hipótesis

28. El choque de crédito puede provocarlo un cambio de situación en los mercados financieros o la política económica, o bien importarse del extranjero.

29. M. Aglietta, A. Brender y V. Coudert, *op. cit.*, p. 238.

30. Albert Hirschman distingue las organizaciones según la manera en que los actores expresan su descontento y pesar sobre su evolución. Por un lado, están aquellas en las que los actores que participan sólo pueden hacer oír su voz: votar, manifestar, firmar peticiones. Por otro, están aquellas en las que la elección está sólo en quedarse o salirse (votar con sus pies). A. Hirschman, *Exit, Voice and Loyalty: Response to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard University Press, Cambridge, 1970.

31. Un enfoque crítico de la teoría financiera convencional se encuentra en Dominique Plihon, “Évolution et rôle de la finance internationale. La théorie moderne répond-elle à nos interrogations?”, en

keynesiana de incertidumbre radical no probabilizable invierte el análisis de la racionalidad. Los comportamientos racionales de agentes bien informados, dotados de toda la información necesaria, que calculan separados unos de otros se vuelven inadecuados en situaciones de incertidumbre. Y a la inversa, como lo ha demostrado André Orléan, el infierno de los comportamientos irracionales podría convertirse desde el punto de vista de cada operador en la mejor adaptación a una situación de incertidumbre. En este sentido, propone una concepción ampliada de la racionalidad que permite un enfoque positivo de las dinámicas de grupo. Fenómenos de masa, efectos de moda o propagación de rumores constituyen comportamientos colectivos susceptibles de integrarse al razonamiento económico.³² Así, se dispondrá de mayores elementos para comprender los orígenes del riesgo sistémico.

ORÍGENES DEL RIESGO SISTÉMICO

El riesgo sistémico puede tener tres orígenes: a) un desajuste del mercado que provoca fluctuaciones importantes del precio de los activos sin relación con su valor fundamental; b) una inestabilidad del crédito bancario que conduce a situaciones de sobreendeudamiento y estrangulamiento del crédito, y c) el mecanismo mismo de pagos cuando la búsqueda exacerbada de liquidez conduce a retiros masivos de los depósitos y a pánicos bancarios.³³

Riesgo sistémico vinculado a la especulación e inestabilidad de los precios en los mercados financieros

Los historiadores de la economía se refieren a las fiebres periódicas para describir las situaciones de entusiasmo desmesurado seguidas de desplomes que acontecen con frecuencia en algunos mercados (acciones, bienes inmuebles, oro, divisas, materias primas). Estos fenómenos, tomados en serio desde hace mucho tiempo por economistas heterodoxos como Kaldor y Keynes, no suscitaban gran reflexión entre los economistas de la corriente dominante. Así, por ejemplo, Friedman declaró que al buscar maximizar su beneficio, los operadores racionales provocan una especulación que estabiliza el mercado.³⁴ Ahora bien, reconocer el riesgo sistémico es, ante todo, refutar esta afirmación; es admitir que los individuos racionales interactúan de tal manera que la evolución del precio en el mercado es desestabilizador. Afortunadamente, desde principios de los ochenta esto se empezó a reconocer en la literatura económica dominante, como lo atestigua el estudio de las burbujas especulativas, el llamado problema del peso y las profecías autorrealizadas.

Jacques Leonard (coord.), *Les mouvements internationaux de capitaux*, Economica, París, 1997.

32. André Orléan, "Les désordres boursiers", *La recherche*, vol. 22, núm. 232, mayo de 1991.

33. M. Aglietta, A. Brender y V. Coudert, *op. cit.*, cap. V.

34. M. Friedman, "The Case for Flexible Exchange Rates", *Essays in Positive Economics*, Chicago University Press, 1963.

La teoría de las burbujas especulativas se planteó para el mercado cambiario, pero se aplica a todos los activos especulativos.³⁵ La teoría se fundamenta en la proposición siguiente: el precio de un activo obedece, sin duda alguna, a determinantes fundamentales, pero fenómenos especulativos pueden provocar la aparición de desviaciones entre la cotización de equilibrio determinada por las variables fundamentales y el precio efectivo. En este caso la burbuja especulativa aparece y los especuladores realizan anticipaciones "racionales" sobre esta desviación. A su vez, estas anticipaciones intervienen en la determinación de la cotización efectiva y la burbuja especulativa se puede desenvolver. Los agentes, aunque se dan cuenta de que ésta no tiene otro fundamento que la especulación, apuestan a su desarrollo. La sobrevaluación suscita la apreciación como la subvaluación suscita la depreciación. Finalmente, el crac permite una autocorrección brutal que lleva el precio efectivo a su nivel de equilibrio.

El denominado problema del peso aparece cuando, en virtud de un cambio importante de política económica (a menudo monetario o financiero) previsto para un futuro más o menos próximo, el tipo de cambio sufre un alza acumulativa que lo desvía de los fundamentales en tanto no se produzca la modificación de la política económica. Los agentes anticipan esta modificación y mientras ésta no se produzca se tiene la impresión de un error de previsión que persistirá en la medida en que la opinión crea que las autoridades van a actuar. La expresión "problema del peso" se acuñó para aludir a una situación que se presentó en México en la segunda mitad de los setenta.³⁶ En esos años todo mundo pensaba que el gobierno mexicano devaluaría el peso. Su cotización en el mercado paralelo va entonces a desplomarse al mismo tiempo que aumentan las tasas de interés. Se tiene la impresión de que los agentes elaboran anticipaciones erróneas en la medida en que la devaluación prevista no se da. Es sólo en 1982, cuando ocurre la devaluación, que las anticipaciones parecen correctas.

Junto a las burbujas especulativas y el problema del peso, también atrajeron la atención de la teoría económica las profecías autorrealizadas: la creencia de que el precio de un título va a aumentar conduce a comprarlo lo que provoca un alza del precio que valida la previsión.³⁷

Al lado de estos enfoques tradicionales, como se dijo, otros economistas prefirieron analizar las dinámicas colectivas y los fenómenos de contagio que desencadenan las burbujas especulativas. Tal es el caso de André Orléan, quien se refiere a una racionalidad mimética del mercado según la cual los agentes forman sus anticipaciones esforzándose por pronosticar el futuro imitando a sus homólogos en lugar de partir de una previsión propia basada en los fundamentales. En estas condiciones, las for-

35. O. Blanchard y M. Watson, "Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers", *Annales de L'INSEE*, núm. 54, abril-junio de 1984.

36. W. Krasker, "The Peso Problem in Testing the Efficiency of Forward Exchanged Markets", *Journal of Monetary Economics*, núm. 6, 1980.

37. C. Azariadis y R. Guesnerie, "Prophéties créatrices et persistance des théories", *Revue Economique*, núm. 5, 1982.

mas de *specularité* y los comportamientos miméticos conducen a una polarización en torno de un valor que aunque desconectado de los fundamentales no deja de ser un equilibrio. La concentración de opiniones sobre una misma creencia colectiva es un poderoso factor de propagación. Se convierte en una especie de referencia, en una convención dotada de cierta estabilidad temporal.

El riesgo sistémico vinculado al crédito

Irving Fisher escribe sobre el sobreendeudamiento y los encadenamientos depresivos que conducen a una crisis global de la economía.³⁸ Para él, el dinero fácil es la causa principal del sobreendeudamiento. Sin embargo, el riesgo de crisis no se sitúa en este nivel sino ulteriormente cuando las empresas quieren rembolsar y sanear la estructura de su balance. Los rembolsos masivos crean una presión deflacionista que origina la caída de precios y contribuye a inflar un volumen real de deuda que ya se considera excesivo. Es el esfuerzo de los individuos por disminuir una carga de deuda que aumenta lo que lleva a un desorden financiero creciente que conduce al pánico y a las quiebras.

La teoría del sobreendeudamiento de Fisher y los aportes de la teoría general de Keynes permitieron a Minsky establecer una tipología de las formas de endeudamiento que permiten caracterizar la fragilidad de los sistemas financieros.³⁹ Para este último, el ciclo tiene su origen en factores reales impulsados por las anticipaciones de producción de los empresarios. Dichas anticipaciones son versátiles, sujetas al humor cambiante de los empresarios que aprecian las perspectivas de ganancia o de mercados. Esta visión psicológica del origen del ciclo conduce a asociar las fases de expansión a la euforia, o incluso a la ceguera de los actores y los virajes y la crisis, a las dudas, o incluso al pánico que colectivamente puede apoderarse de ellos. Estas presiones hacia la inestabilidad, características de los "espíritus animales" de los empresarios, se amplifican por desajustes surgidos en la esfera financiera que van a actuar como poderosos factores de propagación.

Las anticipaciones favorables de los empresarios abren para la economía una fase de expansión que constituye el punto de partida de un ciclo. Las empresas se endeudan con los bancos y las familias de tres maneras diferentes: con un endeudamiento prudente, con uno especulativo o con uno de tipo "Ponzi". El prudente (*hedge finance*) se da cuando durante toda la vida del proyecto financiado, las cargas del reembolso son inferiores a los beneficios descontados. El endeudamiento especulativo (*speculative finance*) existe cuando durante una parte del plan de amortización de la deuda, la carga del reembolso supera a los beneficios descontados. Finalmente, el endeudamiento de tipo "Ponzi"

38. Irving Fisher, "Théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation" (1933), traducido en la *Revue Française d'Economie*, vol. 3, 1988.

39. H. P. Minsky, "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy", en C. P. Kindleberger y J. P. Laffargue (eds.), *Financial Crisis, Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, Ed de la Maison des sciences de l'homme, París, 1982.

opera cuando el reembolso de los intereses no puede hacerse en ciertos momentos sin recurrir a un nuevo préstamo.⁴⁰

Sólo el primer tipo de endeudamiento es capaz de garantizar la estabilidad financiera, ya que los beneficios descontados superan de continuo a los rembolsos. Pero paradójicamente, según Minsky, la economía no es capaz de adaptarse a la prudencia. En efecto, la estabilidad financiera alienta el optimismo, atenuando la sensibilidad al riesgo tanto del lado de las empresas como de los bancos que las financian. Así, se llegan a concebir montajes financieros cada vez más audaces, lo que conduce a modelos de endeudamiento más arriesgados y más frágiles.

El riesgo sistémico vinculado a los mecanismos de pago

Los medios de pago (depósitos de particulares y compensación interbancaria) pueden constituir la base de un riesgo sistémico, ya sea porque los particulares convierten sus depósitos en billetes o porque los pagos interbancarios no pueden efectuarse. Las dos formas de riesgo están vinculadas: si los medios de pago ya no son convertibles entre bancos, necesariamente no lo son para el público. Esto conduce a quiebras bancarias que pueden propagarse al conjunto del sistema bancario e incluso a toda la economía.

Las causas de los pánicos se vinculan a la función fundamental de un banco que es la de equilibrar activos financieros ilíquidos con recursos líquidos en el pasivo (depósitos). La iliquidez de los activos enfrentada a la inestabilidad del contrato de depósito representa una amenaza de inestabilidad para el sistema bancario.

La teoría financiera vincula la precipitación sobre los depósitos a la toma de conciencia de la mala calidad de los activos bancarios. A partir de cierto umbral, los depositantes perciben la fuerte exposición al riesgo del crédito por parte de los bancos y reaccionan retirando sus depósitos. Los agentes privados toman bruscamente conciencia de la fragilidad del sistema bancario y manifiestan su inquietud organizando una auténtica estampida hacia la liquidez. Así, frente a la incertidumbre, la actitud racional de los depositantes es la de retirarse provisionalmente del juego, gracias a una forma de *defección*. Para hacer frente a los retiros de depósitos, los bancos se ven obligados a liquidar sus activos. La baja de los precios y las ventas con pérdida amplifican las situaciones de insolvencia. La falla afecta entonces a los pagos interbancarios, lo que desorganiza el sistema de pagos y finalmente nutre la carrera hacia la liquidez.

De cualquier manera, la situación final va a depender de la afectación de los depósitos retirados: si éstos permanecen en el sistema bancario, habrá una simple redistribución del ahorro. Por el contrario, si se conservan en forma líquida la avalancha se propagará de banco en banco, generalizándose y afectando lo mismo a los bancos solventes como a los insolventes.

El riesgo sistémico no sólo se vincula a la carrera hacia la liquidez sino también al riesgo de pago inherente a los sistemas de transacciones interbancarias. En efecto, éstas reposan en sis-

40. Ponzi es el nombre de un célebre especulador de los años veinte de este siglo en Estados Unidos.

temas complejos de compensación y de pago, los cuales se apoyan en el crédito, es decir, en la confianza, ya que no hay simultaneidad perfecta entre un pago y su contrapartida. Con base en las sumas en juego los montos de exposición son muy importantes. El riesgo concierne entonces a la falta de fondos en una jornada. Si un banco que quiebra es deudor de otros, el problema de liquidez puede convertirse en un riesgo sistémico.

Son variadas las causas del mal funcionamiento del sistema de pagos: redes sobrecargadas; el aumento del número de participantes, lo que los vuelve más heterogéneos; el incremento del número de sistemas de compensación con posibilidad de pasar de uno a otro; sistemas electrónicos de compensación más complejos, lo que acrecienta los riesgos técnicos vinculados a la computación, etc. En estas condiciones, cuando se produce una avería es posible afectar a todo el sistema de pagos y se puede provocar un efecto de dominó similar a los que en el pasado estuvieron en el corazón de la propagación de crisis financieras.

UN MODELO ECONÓMICO DE LAS CRISIS FINANCIERAS

Según Henri Bourguinat, desde principios de los setenta el sistema monetario-financiero mundial ha pasado por tres etapas calificadas como modos sucesivos de regulación.⁴¹ La primera etapa, de 1973 a principios de los ochenta, es la de una economía internacional de endeudamiento. En dicha economía, gracias en particular al reciclaje de los capitales petroleros que otorga a la oferta de fondos prestables una elasticidad casi infinita, todos los incrementos de demanda de capitales se pudieron satisfacer sin que la demanda se hubiera racionado por aumentos inducidos de las tasas de interés. Posteriormente, con la crisis de endeudamiento de los países latinoamericanos y sobre la base de innovaciones financieras que permitieron obtener una nueva distribución de riesgos, se pasó de modo progresivo hacia mediados de los ochenta a una economía de los mercados financieros. Las finanzas directas comienzan a superar a la intermediación clásica y los bancos acceden a una nueva forma de intermediación colocando efectos de corto plazo no renovables entre los prestatarios finales y organizando numerosas operaciones internacionales de fusión. Finalmente, desde inicios de los noventa se asiste a un nuevo tipo de regulación denominado economía internacional de especulación.

Cada una de estas fases ha conocido una crisis financiera. A la primera corresponde la crisis de la deuda de los países del sur; a la segunda se asocia el crac bursátil de 1987, y a la tercera se puede vincular la crisis mexicana del invierno de 1994-1995.

Más allá de las características particulares de estas crisis, según el modelo Minsky-Kindleberger, es posible considerar que todas siguen un curso similar.⁴²

En una primera fase hay un efecto de desplazamiento, es decir, una sacudida real o financiera que abre nuevas oportunida-

des de inversión y pone fin a las viejas. Entre las sacudidas reales se pueden considerar el comienzo o el final de una guerra, las buenas o malas cosechas, el descubrimiento de nuevos yacimientos minerales, los súbitos e inusitados aumentos del precio del petróleo, las innovaciones tecnológicas, etc. Como ejemplos de sacudida financiera se puede considerar un inesperado éxito en la emisión de valores con un significativo efecto estimulante, una decisión errónea en la emisión o en la política monetaria o una conversión de la deuda pública que se acompaña de una baja precipitada de las tasas de interés. Debido a este desplazamiento las familias y las empresas buscan colocar su ahorro o su crédito en nuevas oportunidades de inversión y abandonan las anteriores. Basta con que aquéllas sean superiores a las antiguas para que la inversión y la producción crezcan de manera considerable. Así, el auge se pone en marcha.

Todo mundo invierte: unos inmediatamente por sinergia en relación con otros proyectos, otros para obtener una renta o ganancias de corto plazo y otros más llegan tarde al tomar conciencia de que el mercado está en expansión. Cuando algunos comienzan a obtener ganancias "otros se contagian con lo que podríamos cortésmente denominar un apetito de ingreso y riqueza, y más lisa y llanamente, de codicia y avaricia".⁴³ Los patrimonios de los individuos comienzan a aumentar de valor. La euforia limitada se transforma en *boom*. El de un determinado sector de inversión se generaliza a otros sectores y de uno o más países se extiende a otros. Se vive entonces una cierta "paradoja de la tranquilidad" que algunos denominan "ceguera ante el desastre". Los negocios marchan bien y la opinión general es que ha de durar.

Las cotizaciones en uno o más de los mercados se elevan a alturas insostenibles. La política monetaria resulta impotente para contrarrestar el exceso de demanda, dada la capacidad de los mercados y de los banqueros para innovar monetizando el crédito por nuevas vías.⁴⁴ Campea la euforia caracterizada por una especulación intensa que acompaña el alza del precio de los activos y de los beneficios. El financiamiento de las inversiones se realiza en forma cada vez más aventurada gracias a créditos o montajes financieros. Una especie de locura especulativa guía el comportamiento de los agentes y tiende a transformar los precios en burbuja especulativa; es en esta fase que a menudo aparecen los fraudes y las estafas.

El exceso de demanda o estado de fiebre especulativa descontrolada continúa apoyándose en las expectativas de un constante crecimiento de las cotizaciones. Aumentan las tasas de interés, la velocidad de circulación de la moneda y los precios. Pero en cierto momento los inversionistas con información privilegia-

berger, *El orden económico internacional*, Editorial Crítica, Barcelona, 1992, caps. 2 y 4.

43. Charles Kindleberger, *El orden económico...*, *op. cit.*, p. 33.

44. "En los tiempos en que la moneda consistía, casi enteramente, en especies metálicas, ello se efectuaba por medio del desarrollo de la circulación de letras de cambio [...] posteriormente se registra la adición de los billetes de banco y depósitos bancarios y, en tiempos más recientes, la de los certificados de depósito, tarjetas de crédito, cuentas Now y Super Now", Charles Kindleberger, *El orden económico...*, *op. cit.*, p. 33.

41. Henri Bourguinat, *La tyrannie...*, *op. cit.*, pp. 10-11.

42. Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Edition P.A.U., París, 1994, capítulo 2, y Charles Kindle-

da deciden vender y realizar sus ganancias. En lo más alto del mercado, el movimiento especulativo parece vacilar, pues los nuevos especuladores sólo rempazan a los inversionistas que abandonaron el juego. Los precios comienzan a estabilizarse. Se entra entonces en un período de malestar y “angustia financiera”. Se dice que una empresa se encuentra en esta última situación cuando existe la posibilidad (aunque sea leve o lejana) de que no pueda honrar a sus compromisos. Para una economía en su conjunto, esto equivale a la toma de conciencia por parte de la mayoría de los especuladores de que una carrera a la liquidez (vendiendo los activos para recuperar la inversión) va a comenzar y que tendrá consecuencias desastrosas sobre los precios de los bienes y de los títulos, dejando a algunos en incapacidad de rembolsar sus préstamos. Si la angustia persiste, los especuladores se dan cuenta rápidamente de que el mercado no puede subir más, de que es tiempo de retirarse. Muy pronto, la carrera a la liquidez puede desembocar en una desbandada.

La característica común de las crisis bancarias y financieras es la carrera a la liquidez. Los agentes que han sufrido pérdidas en los mercados financieros intentan obtenerla para rembolsar sus deudas o reconstituir su tesorería. De igual manera, la desconfianza con respecto a los bancos puede conducir a los depositantes a precipitarse para obtener sus rembolsos. Si dicha carrera no se bloquea, conduce a una seria depresión. El papel de las autoridades monetarias es entonces crucial. Pueden actuar de manera preventiva *ex ante* para bloquear el auge del crédito e impedir las burbujas especulativas. Igualmente pueden intervenir de manera *ex post* para detener la carrera a la liquidez.

QUÉ HACER FRENTE AL RIESGO SISTÉMICO

Entre las soluciones preventivas destaca el establecimiento de coeficientes prudenciales. Esta iniciativa nació de la inquietud suscitada por el desarrollo de los eurobancos en los años setenta. La ausencia de reglamentación permitió que el mercado se desarrollara, pero la carencia de prestamista de última instancia hacía temer que las dificultades de un banco se extendieran por contagio al conjunto del sistema. La importancia de los créditos interbancarios limitaba este riesgo, pero situaciones como la quiebra del banco alemán Herstatt en 1974 y la de la filial en Luxemburgo del banco Ambrosiano en 1982 originaron grandes pérdidas. Desde 1975 con el Acuerdo del Concordato, y posteriormente con el de Basilea, los países anfitriones son considerados responsables de la liquidez de las filiales de los bancos extranjeros, mientras que las matrices lo son de su solvencia. En 1993 se dio un paso adicional al establecerse la Relación de Cooke, que exige a los bancos que cubran con fondos propios 8% de sus compromisos. En Francia y la Comunidad Económica Europea existen otros coeficientes.⁴⁵ La idea es obligar a los bancos a limitar los créditos que otorgan. Así, en período de auge, la autolimitación funciona cuando se acercan al porcentaje requerido. En efecto, resulta muy costoso para los bancos aumentar los fondos propios,

por lo que tienen que frenar el aumento de los créditos. Por el contrario, en período de recesión, la disminución de los créditos aleja el coeficiente y permite su reactivación.

Al lado de los coeficientes prudenciales se han desarrollado otros mecanismos para prevenir el riesgo sistémico. En efecto, tras el crack bursátil de 1987 se han generalizado una serie de “cortos circuitos”. Se trata de mecanismos cuyo propósito es interrumpir las transacciones cuando éstas son perturbadas. Asimismo, se habla de volver a reglamentar los mercados financieros para evitar los excesos e introducir impuestos a los movimientos de capitales especulativos a fin de desalentarlos⁴⁶.

La solución *ex post* por excelencia al riesgo sistémico es la existencia de un prestamista de última instancia. Esta noción fue teorizada por Thornston, mucho antes de que las funciones de la banca central se codificaran por la ley y por Walter Bagehot hacia finales del siglo XIX. La idea clave es que el comportamiento del banco central no es el mismo en una situación normal que en una de carrera a la liquidez. En el primer caso, se asegura el refinanciamiento de los bancos que tienen necesidad de moneda central (billetes y reserva) mediante una política monetaria ortodoxa. En el segundo caso, se trata de una derogación de la práctica común. En efecto, prestar en última instancia es una operación que deroga las reglas del mercado, pero que se cumple en el interés de la economía de mercado. Hay una violación de éste, ya que compromisos privados no honrados ni aplazados contractualmente ven su sanción suspendida por un tiempo indeterminado. En paralelo hay una persistencia del mercado porque otros compromisos privados que son sanos —pero que no podrían ser honrados debido a las repercusiones externas de los compromisos incumplidos— se preservan. Desplazando la restricción de pago hacia un futuro indeterminado, el prestamista en última instancia sustituye con una liquidez inmediata los títulos desvalorizados. Dicho de otra manera, para evitar la quiebra del sistema bancario el banco central actúa con “ventanillas abiertas” con el fin de apaciguar la sed de liquidez de los agentes económicos.⁴⁷ Ante una situación de pánico, el prestamista en última instancia debe calmar la impetuosa excitación en torno a la disponibilidad de dinero asegurando al mercado que podrá contarse con él. Se puede entonces restaurar la confianza sin que sea necesario recurrir a grandes emisiones. Por lo general, basta con saber que el dinero está ahí para calmar la angustia y restablecer la calma.⁴⁸

El prestamista de última instancia debe ser una institución fácilmente identificable que acepte la responsabilidad de calmar un ambiente enrarecido. Se trata de una institución que provea el bien público particular que constituye la preservación de la estabilidad financiera. Por tradición, esta función la ha ejercido el banco central (aunque en ocasiones la asumió el Tesoro o incluso algunos bancos de centros financieros). En el ejercicio de su función de prestamista de última instancia, el banco

46. Barry Eichengreen, James Tobin y Charles Wyplosz, “Dos argumentos para echar arena en las ruedas de la financiación internacional”, *Pensamiento Iberoamericano*, núm. 27, Madrid, enero-junio de 1995.

47. Michel Aglietta, *Macroéconomie financière*, La Découverte, París, 1995, pp. 88-92.

48. Charles Kindleberger, *Histoire mondiale...*, *op. cit.*, p. 35.

45. Henri Bourguinat, *Finance...*, *op. cit.*, p. 105.

central siempre tiene que dejar la duda sobre su decisión de intervenir con el fin de evitar un comportamiento laxo por parte de los bancos (problema del riesgo moral). En efecto, si la intervención del banco central se considera automática, ello puede llevar a que los bancos, sabiéndose socorridos en caso de problemas, tomen una actitud de fuerte exposición al riesgo, lo que vuelve más frágil al sistema financiero en su conjunto. La certidumbre de la intervención salvadora contribuye a amplificar la desestabilización más que a contenerla. Sin embargo, una vez que el pánico se ha desatado el prestamista en última instancia debe actuar rápidamente y sin condiciones.

En las crisis interiores, los bancos centrales desempeñan el papel de prestamista de última instancia. En escala internacional, no existen ni gobierno ni banco central mundiales que actúen en calidad de prestamistas de última instancia. Sin embargo, desde hace mucho tiempo instituciones como el FMI, el Banco Mundial, el Banco de Pagos Internacionales y la Reserva Federal de Estados Unidos se han visto obligadas a desempeñar ese papel, como en los tres casos que se describen en los párrafos siguientes.

1) *La crisis mexicana de la deuda externa.* Los bancos, sobre todo estadounidenses, prestaron de manera cuantiosa a los países de América Latina durante los setenta pensando que las perspectivas de crecimiento de esas naciones eran ilimitadas y que un país no podía quebrar. Como resultado de la modificación de la coyuntura internacional, los precios de las materias primas cayeron y las tasas de interés aumentaron de modo exagerado; México se declaró en suspensión de pagos el 15 de agosto de 1982. Para entonces el monto de su deuda ascendía a 95 000 millones de dólares y los bancos estadounidenses estaban muy comprometidos con el país, ya que dicha deuda representaba 45% de sus fondos propios. Para evitar la quiebra del sistema bancario estadounidense varios organismos financieros proveyeron liquidez a México, lo que permitió hacer frente a sus compromisos inmediatos en espera de soluciones de más largo plazo. Específicamente, el Banco de Pagos Internacionales, la Reserva Federal de Estados Unidos y el FMI intervinieron para asegurar la liquidez necesaria para que se aplacara la crisis.⁴⁹

2) *El crac bursátil del 19 de octubre de 1987.* Ese crac constituye un ejemplo célebre de una crisis de mercado con repercusiones mundiales y que pudo contenerse gracias a la fuerte intervención de los bancos centrales. El peligro más grande de este episodio no fue el derrumbe de los precios del 19 de octubre (el Dow Jones se desplomó en 22.6% y la caída se propagó a otras plazas financieras) a pesar de las pérdidas en capital acontecidas, sino la evaporación de la liquidez durante el 20 de octubre, lo que amenazó con paralizar la compensación y el pago en los mercados de acciones y en los mercados derivados asociados de Estados Unidos. Ante esta situación, la Reserva Federal difundió un comunicado anunciando que estaba dispuesta a ofrecer la liquidez necesaria para sostener al sistema financiero. Al mismo tiempo, la Reserva Federal de Nueva York alentó a los

grandes bancos de esta plaza a prestar sin límites a las casas de bolsa, garantizándoles que la ventanilla del descuento sería abierta. Esta intervención de última instancia evitó la parálisis del mercado y desencadenó una recuperación de la bolsa de Nueva York, de tal suerte que el Dow Jones recuperó 5% al final de la sesión del 20 de octubre. La intervención le devolvió la confianza a los bancos, que prestaron 7 700 millones de dólares a los operadores del mercado entre el 20 y el 21 de octubre de 1987.⁵⁰

3) *La crisis mexicana de 1994-1995.* En diciembre de 1994, la crisis tuvo por teatro el mercado financiero mexicano totalmente abierto al exterior y por epicentro el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos financiado mediante la emisión de títulos financieros. El fenómeno adoptó la forma de una crisis financiera severa en la cual se superpuso una crisis cambiaria a un estallamiento de la burbuja especulativa en los mercados de títulos. La caída del tipo de cambio, la fuga de capitales a corto plazo, el desplome del mercado de obligaciones y de la bolsa se conjuntaron en un solo proceso. Éste se propagó brutalmente al conjunto de la economía mediante un sector bancario en exceso frágil que recibió el choque sin vacilar en transmitirlo en su totalidad a las empresas y las familias. En estas condiciones, la crisis de liquidez tomó una doble forma: la del Estado mexicano incapaz de refinanciarse en los mercados bien decididos a no comprar las obligaciones que ponía a la venta y, por tanto, incapaz de hacer frente a sus compromisos, y la del sistema bancario mexicano cuyo desplome comenzó en febrero de 1995 y tornó urgente la intervención del exterior de un prestamista de última instancia. Así, cerca de la suspensión de pagos, México se benefició de un apoyo voluminoso de Estados Unidos, el FMI y el Banco de Pagos Internacionales en la forma de un crédito de urgencia de 50 000 millones de dólares acompañados de un plan de ajuste estructural muy severo.⁵¹

CONCLUSIÓN

La consideración de las normas prudenciales y del prestamista de última instancia no debe hacer olvidar que uno de los riesgos mayores de la globalización financiera consiste en que los mercados financieros mundializados y desreglamentados se han erigido en auténticos jueces de las políticas económicas de los gobiernos. Cada vez más, estos últimos actúan de conformidad con las expectativas de dichos mercados. En este sentido, se habla de credibilidad de las políticas económicas, lo que significa que los gobiernos están obligados a someterse a los mercados financieros o cuando menos a asegurarlos si no quieren sufrir una fuga de capitales o experimentar un alza de la tasa de interés. Todo esto permite concluir con la idea de que la liberalización de los mercados financieros ha reducido la autonomía de las políticas económicas con todos los peligros que esto implica para el ejercicio de la democracia. ©

49. Información más detallada se encuentra en Héctor Guillén Romo, *El sexenio de crecimiento cero. México 1982-1988*, ERA, México, 1990.

50. Michel Aglietta, *op. cit.*, pp. 74-76.

51. Mayor información al respecto presenta Héctor Guillén Romo, *La contrarrevolución neoliberal en México*, ERA, México, 1997.