

# **XIII REUNION DE ECONOMIA MUNDIAL**

## **Ingeniería financiera y la reforma de Wall Street**

### **Financial engineering and Wall Street reform**

Carlos A. Rozo. Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Xochimilco.  
México DF, México. rozo@correo.xoc.uam.mx

#### **RESUMEN:**

La fragilidad financiera experimentada desde 2007 ha dejado claro que la innovación financiera no redujo el riesgo inherente a la actividad financiera. Contrariamente, creó riesgos que el mercado es incapaz de manejar y que obligan a reconocer la debilidad de la hipótesis de mercados eficientes. A partir de la hipótesis del desacoplamiento entre el sector real y el financiero este trabajo examina la naturaleza endógena del caos financiero global y la respuesta del Congreso de Estados Unidos con la ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y de Protección al Consumidor. Se concluye que la reforma implícita en esta ley es insuficiente para prevenir la recurrencia de otra crisis sistémica.

#### **ABSTRACT:**

The financial fragility experienced by the world economy since 2007 demonstrates that financial innovation has not reduced the risk inherent in financial activities. By the contrary, it has created risks that the market is incapable of managing obliging to accept the weaknesses of the Efficient Market Hypothesis. Under the premises of the decoupling hypothesis between the real and the financial sector of contemporary capitalism this paper examines the endogenous nature of the global financial chaos and the response of the US Congress with the Dodd-Frank Wall Street reform and Consumer Protection Act. The conclusion is that the reform implicit in this Act is insufficient to prevent the recurrence of another systemic crisis.

## Introducción

A finales de noviembre de 2007 el Banco de la Reserva Federal (FED), banco central de Estados Unidos, pronóstico que la economía no caería en una recesión aunque crecería apenas al 1.6% en 2008. Ese mismo día la Oficina del Censo de ese país reportó que la cantidad de casas que se encontraban en construcción apenas rondaba la mitad de las que se construían dos años antes y que continuaba la ralentización en el ritmo de inicio de construcción de casas nuevas. Para que el FED estuviera en lo correcto, según Norris (2007), tendría que ser la primera vez que en Estados Unidos experimentara una desaceleración de la construcción de esta magnitud sin que ocurriera una recesión.<sup>1</sup> En defensa de su posición el FED argumentó que “en las décadas recientes, la economía de EU ha demostrado ser resistente a episodios de emergencias financieras, lo cual sugiere que los efectos adversos de desarrollos financieros sobre la actividad económica en sectores diferentes al inmobiliario podrían ser mucho más modestos que los que se había anticipado”. Esta postura del FED hizo eco de los argumentos que minimizaron la gravedad de la situación y la posición de vulnerabilidad financiera en que Estados Unidos colocaba a la economía global.<sup>2</sup> Finalmente el 18 de marzo de 2008 al promover el rescate del banco de inversión Bear Stears el FED reconoció la magnitud y la gravedad de la crisis financiera.

Los acontecimientos ocurridos desde entonces obligan a reconocer que la innovación resultado de la ingeniería financiera no redujo y mucho menos eliminó el riesgo inherente a la actividad financiera. Más grave es que la innovación se convirtió en un disfraz que peligrosamente obstruye el reconocimiento de los riesgos que se corren cuando este pasa de un nivel micro a un nivel sistémico.

La fragilidad financiera que el mundo ha experimentado desde 2007 deja claro que la innovación financiera ha creado una serie de riesgos que el mercado es incapaz de manejar y que obligan a reconocer la debilidad de la hipótesis de mercados eficientes, particularmente en el contexto de una economía globalizada. Uno de los mayores riesgos, que constituye una hipótesis básica de esta línea de análisis, proviene del tamaño que han alcanzado los bancos por la capacidad que ello les da para desacoplar a la actividad financiera de la actividad productiva. En consecuencia, se hace necesaria una nueva forma de regulación. El que la crisis hipotecaria de EU se haya convertido en una crisis de dimensiones globales confirma la urgencia de lograr una nueva institucionalidad económica internacional. Se deriva de esta lógica que una economía global y globalizada no puede seguir siendo regulada por instituciones exclusivamente nacionales. Una economía global requiere de una regulación global aunque se realice desde instituciones nacionales. Probablemente nadie quiera que se establezca tal institucionalidad pero las instituciones no se crean por que los actores económicos o los gobiernos nacionales quieran que se establezcan, las instituciones se crean por que las

---

<sup>1</sup> Para Reinhard y Rogoff (2007) el comportamiento de los precios de los activos, la tasa de crecimiento, los niveles de deuda y el déficit en cuenta corriente en Estados Unidos en esta crisis y comparada con otras grandes crisis del pasado tenían tantas coincidencias que EU tendría que ser extremadamente suertudo para que el enfriamiento fuera leve y corto.

<sup>2</sup> El FMI abiertamente planteaba en abril de 2007 que “el impacto mundial de la actual desaceleración estadounidense es limitado por ahora porque se debe más a una corrección del sector de la vivienda y de la manufactura específicas de Estados Unidos, y no a sucesos mundiales más generalizados” (2007, P. 137)

condiciones las demandan. La premisa de la que se parte en este trabajo es que el tipo de regulación que se logre a nivel internacional depende del tipo de regulación que se acuerde en los Estados Unidos.

En consecuencia, este trabajo examina primeramente la dinámica de la innovación financiera con el fin de ubicarla como uno, si no el más importante, de los factores que propiciaron que algo tan pequeño, como la crisis de las hipotecas basura, se convirtiera, parafraseando a Titelman et al (2009), en algo tan grande. Enseguida se presenta la reforma de Wall Street que aprobó el congreso de Estados Unidos con la Ley Dodd-Frank con el propósito de demostrar sus limitaciones para corregir la naturaleza especulativa de la actividad financiera contemporánea.

### **El camino que llevó a la crisis**

El comportamiento del sector financiera en lo que va de esta primera década del siglo XXI es difícil de explicar en función de su relación con la economía real. Desde que explotó la burbuja tecnológica en 2001 el crecimiento del PIB en Estados Unidos ha sido relativamente bajo, comparado con otros ciclos de la posguerra, a lo cual contribuye el que el gasto de consumo, la inversión total y las exportaciones hayan sido relativamente endebles. Lo paradójico es que el comportamiento de los servicios financieros no corresponde a esa debilidad del sector real. Por el contrario el sector financiero se mantuvo en una carrera de crecimiento incontenible. El endeudamiento, la titularización y las inversiones financieras con recursos propios (proprietary trading) se utilizan sin restricción alguna para crecer y para multiplicar los ingresos y las ganancias del sector. Así, la deuda de las instituciones financieras que equivalía a apenas una décima parte del total de la deuda del sector no financiero en 1980 para 2007 llegó a ser casi el doble. El banco de inversión Goldman Sachs con cerca de 40 MMD de pasivos llegó a tener activos por 1.1 billones mientras que en Merrill Lynch, el banco de inversión más apalancado, un billón de activos se sustentaron en cerca de 30MMD de pasivos. Pero la cereza del pastel son los fondos de cobertura de alto riesgo (hedge funds) que desde 2000 han quintuplicado el valor de los activos por el uso de altas comisiones y un desbordado endeudamiento, lo que naturalmente se refleja en las ganancias. Así, la participación de las ganancias de la industria financiera de EU en el total de las ganancias corporativas creció del 10% que contabilizaba en los años ochenta al 40% en 2007, su año pico simultáneamente a que su participación en el valor de la Bolsa de Valores pasó del 6% al 19%. Ello no obstante que los servicios financieros aportan tan sólo el 15% del valor agregado corporativo y apenas el 5% del empleo.

Se puede apuntar a tres tendencias que convergen para permitir este desarrollo y, en consecuencia, encontrar los factores que crearon la burbuja especulativa que llevó a la crisis de las hipotecas basura. Existe un cierto consenso sobre un exceso de liquidez en la economía de Estados Unidos que promovió el camino del endeudamiento y la proliferación de préstamos laxos en el sector hipotecario que fue posible por el bajo costo del dinero que promovió la política monetaria del FED. Durante largo tiempo hubo mucho dinero disponible y a muy bajo costo que permitió que se diera un fuerte endeudamiento en condiciones muy laxas. Ello facilitó que las instituciones financieras operaran con niveles extraordinariamente elevados de deuda, como los señalados anteriormente. El Sr. Greenspan, presidente del FED en aquel

entonces, es responsable del fortalecimiento de esta tendencia, como asevera Paul Krugman (2008). Greenspan ignoró advertencias de los excesos que estaban ocurriendo en los mercados, pero principalmente en el hipotecario y promovió paradigmas de innovación financiera: de las hipotecas híbridas hasta los derivados de crédito, que responden por la vulnerabilidad actual. Además, los bancos generaron liquidez cuando apareció la restricción de crédito. De esta manera se pudo mantener el financiamiento de créditos de alto riesgo con sus hipotecas basura y se hicieron a tasas de interés inusualmente altas comparadas a las tasas base en el mercado.

Una segunda tendencia ha sido la de la securitización en la lógica de que la innovación financiera elimina el riesgo. Ello indujo a la titularización de las hipotecas de mala calidad que se han convertido en el núcleo de un problema que se ha expandido por todo el planeta. La lógica de la innovación financiera podría eliminar el riesgo creó un problema de agencia al dejar a los prestamistas originales sin incentivos para evitar malos préstamos y al promover incentivos para encadenar malos a buenos créditos. La doctrina de que todos los riesgos podrían ser calculados hizo posible este comportamiento. También la securitización apoyo cambios en la estructura del sector financiero al contribuir a que los bancos de inversión y los fondos de cobertura de alto riesgo se convirtieron en actores centrales de la dinámica financiera. Al concentrar estos dos tipos de instituciones financieras cerca de la mitad de todo el crédito se sentaron las bases de un grave problema. Como estas firmas tienden a incrementar su apalancamiento durante el auge y a reducirlo durante la crisis se creó una dinámica pro cíclica muy peligrosa, como ya se ha visto.

El dilema es que en tiempos de auge se desata una dinámica que se alimenta a si misma pero que es muy difícil de contener. El capital adicional de que disponen los bancos se usa como colateral para obtener más endeudamiento. Este endeudamiento pro cíclico se usa para comprar más activos de los que se han puesto como colateral lo cual ocasiona que los precios de estos instrumentos suban. El mayor valor de los activos permite obtener más endeudamiento y comprar más activos financieros y así sucesivamente. Esta es una apuesta segura difícil de despreciar pero que eventualmente tiene que explotar. Cuando lo hace el mismo mecanismo destruye el crédito. En un mercado en caída los intermediarios financieros necesitan limitar su apalancamiento entonces se ven obligados a vender activos pero a precios reducidos lo cual pone presión en las hojas de balance obligando a sucesivas ventas.

Una tendencia adicional fue la que se desató en la década de 1980 y se fortaleció en la de 1990 hacia la desregulación del sistema económico, pero centralmente del sistema financiero. Tal fue su magnitud que tres cuartas partes de todo el crédito terminaron fuera del alcance de los reguladores. Como ha observado Krugman, la idea de que la regulación es mala constituye uno de los factores básicos del enredo actual.

### **La naturaleza endógena de la crisis**

La liquidación de dos fondos especulativos que realizó Bear Stearns en la primavera de 2007 dio el campanazo de partida a los eventos que a finales de julio pusieron al descubierto las dificultades que el sistema bancario tenía en el sector inmobiliario con las hipotecas de alto riesgo. Evidentemente, este fue el preludio de la eventual quiebra de este banco. El problema básico de la crisis

fue la escala de créditos fallidos en EU cuando los precios de los inmuebles se deterioraron en 2007 luego de que entre 2004 y 2006 experimentaron alzas anuales de 11%, en promedio.

El hecho determinante ha sido que los prestamistas de alto riesgo, hogares con malos expedientes crediticios, o con bajos o inciertos ingresos o con una alta relación de ingresos a deuda que recibieron créditos hipotecarios a tasas de interés flotantes y con muy bajos niveles de enganche, comenzaron a declararse insolventes. Se desencadenó así una serie de desequilibrios en el mercado de crédito hipotecario que rápidamente se ha venido expandiendo a otras partes del tejido financiero. Ocurre entonces una contracción de la riqueza que incrementa los diferenciales de riesgo y termina por deteriorar los mercados de crédito.

En el centro de estas dificultades está el sesgo que impone la innovación financiera a subvaluar el riesgo, lo cual se manifiesta en los diferenciales de tasas de interés entre los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos y las de otros activos de mayor riesgo. Al respecto, apuntó Feldstein (2007) que los diferenciales de crédito llegaron a niveles mucho menores que lo que históricamente habían estado.<sup>3</sup> Este sesgo se racionaliza argumentando que los mercados financieros son menos riesgosos ahora como consecuencia de la capacidad de la política monetaria del FED para mantener bajo control los niveles reales de inflación y de volatilidad; igualmente se ha razonado que los instrumentos derivados dispersan el riesgo en forma tal que reducen el nivel de riesgo. Más importante, y más paradójica, es la expectativa de los inversionistas de que el FED responderá ante apuros de los mercados financieros con una política monetaria menos contractiva, como ciertamente ha ocurrido. Sin duda, el banco central ha promovido un inconfundible comportamiento de riesgo moral.

Precisamente las bajas tasas de interés que mantuvo el FED a inicios del siglo incentivó la compra de bonos de alto grado de riesgo que generaron extraordinarias ganancias. Estas ganancias se aseguraban, además, con el uso de instrumentos derivados sobre créditos hipotecarios que permitían asumir aún más riesgo. También se usó más crédito para dar más apalancamiento a los portafolios de inversión. Estas inversiones se multiplicaron respaldadas en la lógica de transferencia de riesgo que implican los productos derivados. Los menos sofisticados, como afirma Feldstein, ni siquiera sabían el riesgo que estaban tomando.

Las prácticas modernas de la innovación financiera facilitaron que las hipotecas de alto riesgo se convirtieran en paquetes estructurados de los que se vendían participaciones. Como explica Feldstein (2007) a menudo el paquete estaba dividido en varias partes para ofrecer distintos niveles de riesgo a diferentes compradores. La división, o tranche como se le llama técnicamente, con el más alto nivel de riesgo representa los primeros 10% de las hipotecas que entrarían en quiebra por lo tanto tendrían un nivel alto de interés. Los compradores del siguiente tranche tendrían pérdidas solamente si más del 10% quiebran y el tranche de mayor calidad es el que sería afectado si 90% de las hipotecas quebrarán. Lo paradójico de este arreglo es que este

---

<sup>3</sup> Tener presente que los bancos vienen subestimando riesgos es conveniente para un mejor funcionamiento de los Acuerdos de Basilea II ya que podrían requerir de ajustes para su mejor funcionamiento desde su inicio de operación.

último tranche recibía una calificación de AAA por las agencias evaluadoras de riesgo aunque la mayor parte de los activos que la respaldaban fueran de alto riesgo. Estos paquetes se negociaban en el sector de finanzas estructuradas y que se comercializaron por medio de los Special Purpose Vehicles (SPVs) cuyas operaciones se mantuvieron fuera de la hoja de balance. Este sector de las finanzas estructuradas se ha sustentado en un complejo empaquetamiento del riesgo crediticio en productos como las “obligaciones de deuda colateralizada” (colateralised debt obligations, CDOs), los Asset-Backed Commercial Paper Conduits y los Structure Investment Vehicles (SIVs) cuyo propósito es diversificar el riesgo.

Las SPVs son empresas que con muy poco capital y sin empleados ni localización física, además de que están legalmente constituidas para propósitos muy específicos de administración de activos financieros. Estas entidades son independientes de las instituciones financieras que las promueven, generalmente los bancos, y son propietarias de obligaciones financieras, comúnmente préstamos comerciales, de consumo e hipotecarios o activos relacionados a estos préstamos o hipotecas. El servicio a estos activos, recolección de pagos, reposición de autos y casas, son subcontratados, habitualmente a la institución que las promovió (Gorton y Souleles, 2005).

Estos arreglos institucionales son el resultado del proceso de innovación financiera por medio del cual el riesgo se transforma, se parcela y se diversifica permanente y sistemáticamente, por medio de nuevos productos financieros. El dilema es que después de varias transformaciones estos productos terminan siendo poco transparentes y poco líquidos lo cual hace difícil saber realmente de que están compuestos o quién tiene qué. No es que todas estas innovaciones financieras sean nuevas como a veces parece ser la creencia. Las hipotecas se han estado reempaquetando en instrumentos de deuda desde antaño por medio de activos respaldados por hipotecas o por bonos con cobertura. Lo nuevo es la cantidad de ciclos de envoltura y el hecho que hay un beneficio marginal decreciente en cada una de ellas.

Los bancos y otras instituciones financieras han optado por recurrir a estos artilugios de la innovación financiera por que el tipo de activos que gestionan tienen la calidad de evitar los costos de quiebra. Significa ello que el financiamiento fuera de la hoja de balance es más ventajoso para empresas de alto riesgo o con altos costo de quiebra. Por su parte los inversionistas tienen incentivos para hacerse de los activos de los SPVs y confiar que estos no son limones; es decir malas inversiones, porque los promotores se comprometen implícitamente a subsidiar o a rescatar a sus SPVs.<sup>4</sup> En realidad, los SPVs se desempeñan como bancos en el sentido que se sustentan sobre la base de préstamos financiados por pasivos de corto plazo. Estos préstamos se originan en los bancos y otras instituciones financieras y luego son comprados por las SPVs con financiamiento obtenido en los mercados de capital (Gorton y Souleles, 2005).

Aunque estos son mecanismos de inversión muy opacos crecieron desmedidamente debido a su alta rentabilidad. Razón por la cual los inversionistas se desentienden de la falta de transparencia escondiéndose en el juicio de las agencias de calificación de riesgo. Ciegamente se aceptó que una calificación AAA fuera completamente segura. También contribuyó a su

---

<sup>4</sup> Este es el significado de los contratos implícitos en los mercados financieros.

consolidación el que funcionarios y reguladores sostuvieran públicamente que este sector de las finanzas contribuye a que todo el tejido financiero sea más resistente a choques porque el riesgo crediticio deja de estar concentrado en los bancos.

El dilema conceptual contemporáneo es que la innovación financiera y la diversificación del riesgo se han convertido en artículos de fe. Naturalmente, esta fe debería estarse evaporando ya que la diversificación a lo que ha llevado es al contagio. Así, los éxitos de la innovación financiera empiezan a aparecer simplemente como espejismos, como ya ha ocurrido en el pasado. Un claro ejemplo es la experiencia de la crisis bancaria de Japón en la década de 1990. Sin duda, hasta ahora la peor en la historia con pérdidas de 700MMD y cuya causa, como ocurre actualmente, fue una burbuja especulativa en el sector inmobiliario. Naturalmente, esta creatividad en la innovación financiera ha sido un factor determinante de la globalización financiera por medio de la cual el comercio de estos productos se ha extendido por todo el mundo.

Lo que ocurrió a mediados de 2007 fue que los inversores en los mercados de capital entraron en una situación de incertidumbre y desconfianza por la carencia de información confiable acerca de exactamente cuales activos financieros y cuales SPVs habían perdido valor. Entonces, ante la reducción de las ganancias los fondos de pensión y los Money Market Funds, que son altamente aversos al riesgo, decidieron retirarse del mercado estructurado con lo cual este mercado se colapsó. Pero igualmente administradores de activos de renta fija que optaron por activos calificados AA A, tales como Pfandbriefe, bonos respaldados con activos alemanes, tuvieron que vender en desbandada porque estos instrumentos también estaban en los portafolios de los SIVs.

La crisis hipotecaria se convirtió, a consecuencia de las complejidades de la innovación financiera, en una crisis de confianza cuando parte de los agentes económicos no tuvieron fe en la solvencia del resto. Cuando un inversor tiene que preocuparse que su intermediario financiero pueda desaparecer se cae en el dilema de ausencia de confianza, técnicamente se tiene un riesgo de contrapartida. Este riesgo hace que las transacciones financieras tengan que ser respaldadas por colaterales, preferentemente, en la forma de efectivo o de deuda gubernamental de corto plazo. Además, en situaciones críticas las contrapartidas imponen que el colateral tenga un "corte de pelo" mayor, esto es que los activos que sirven de colateral se aceptan con un descuento mayor a lo normal. En condiciones de normalidad la evaluación del riesgo entre intermediarios que comparten mutuamente una multitud de posiciones que se contrabalancean es relativamente sencilla ya que tal estimación se hace a partir de posiciones netas. Pero cuando se esta consiente que algunas de las contrapartidas enfrentan posibilidades de insolvencia o de quiebra este procedimiento no es posible ni apropiado. Esta es la condición actual que hace que este procedimiento de evaluar posiciones netas sea insuficiente ya que determinar cuales son las contrapartidas en default es una tarea muy complicada. Este fue el caso con Bear Stearns, un banco que estuvo particularmente activo en el mercado de credit-default swaps (CDS). Estos son instrumentos que en principio permiten separar el riesgo de quiebra de otras características de un activo pero que, como ocurrió con otros instrumentos de las finanzas, fueron convertidos a la vez en instrumentos de especulación con repetidos casos en que la cantidad del seguro vía CDS es mucho mayor que el valor de los bonos en que se sustentan. Desenredar la

madeja de entrecruzamientos no es tarea de un día, como observó un administrador de un fondo de cobertura de alto riesgo citado por *The Economist*: “Si Bear Stearns hubiera quebrado, los bancos no hubieran sabido cual era su situación real por días o por semanas” (2008, p. 80). Podría decirse que tal perspectiva es lo que orilló al FED a evitar la quiebra de dicho banco.

La pérdida de confianza de los inversionistas en el funcionamiento del mercado es algo que rápidamente se contagia. De hecho, los administradores de fondos no tenían información sobre que tan grandes eran los portafolios de los SIVs ni cuanto endeudamiento cargaban. Tampoco los reguladores supieron anticipar los efectos de estos portafolios sobre el mercado. Incluso perdieron los que se cubrieron recurriendo al índice iTraxx de insolvencia de swaps de crédito. Un ejemplo a considerar es que durante el fiasco del Banco Northern Rock<sup>5</sup> los diferenciales de swaps se abrieron tanto en el lado corto que la curva de ganancias se hizo plana, como apunta Johnson (2008). Se manifiesta entonces un serio problema cuando los inversionistas funcionan como si las apuestas financieras no incurrieran en riesgos. Cuando la deuda bancaria subordinada perdió valor debido al miedo de grandes descuentos de la hoja de balance de los bancos estos inversionistas acumularon gigantescas pérdidas.

No hay que olvidar que en el fondo las finanzas dependen de la fe y la confianza, dado que los bancos no poseen oro u otro valor que respalde sus activos. En la parte ascendente del ciclo los bancos facilitaron dinero vía la colocación de bonos y emisión de préstamos y luego vendieron estas deudas en la forma de productos estructurados. Con la crisis de las hipotecas de alto riesgo el apetitivo por productos estructurados se colapso y el proceso actuó en reverso. El miedo es que los mercados financieros puedan entrar en una espiral negativa cuando los inversionistas se ven forzados a vender activos aunque no estén seguros si los deudores cubrirán o no sus compromisos. En estas condiciones los bancos están menos dispuestos a prestar dinero, aun a deudores valiosos. El mayor problema se da, contradictoriamente, en el segmento que debería de ser el más seguro que es el de los activos que fueron clasificados AAA por las agencias de evaluación de riesgos.

La confianza de los inversionistas se derrumbó en el sector bancario de “finanzas estructuradas” que, consecuentemente, se rehusaron a continuar invirtiendo en obligaciones de corto plazo. Su negativa a comprar indujo a una paralización del mercado de crédito. Sin este financiamiento de los mercados de capital estas entidades de intermediación se encontraron sin posibilidades de funcionar lo cual obligó a las instituciones promotoras a resolver el impasse respondiendo por las carteras de los SPVs. La reabsorción de estos instrumentos a las hojas de balance de las instituciones que las promovieron terminó por reducir el capital de estas instituciones.

Esta dinámica simplemente refleja el funcionamiento del acelerador financiero que opera cuando explota una burbuja especulativa. Al inicio se desploman los precios de los bienes, en este caso inmuebles, lo cual repercute en el valor de los activos financieros con lo cual se reduce el capital de los bancos, que en consecuencia ven afectada su capacidad de ofertar préstamos

---

<sup>5</sup> Banco británico que por entrar en crisis de liquidez en el verano de 2007 por las crisis de las hipotecas basura de Estados Unidos tuvo que ser rescatado por el Tesoro inglés y finalmente fue nacionalizado en febrero de 2008.



a los hogares y a las empresas. Necesariamente, unos consumen menos y otros restringen sus inversiones por lo cual las instituciones de crédito prestan menos y en condiciones más onerosas. El resultado es la existencia de mora adicional en préstamos bancarios que impacta al sector productivo, el de la construcción en esta ocasión, creando un círculo vicioso que poco a poco contamina a otros sectores financieros y reales.

En esta lógica es evidente que los bancos no cumplieron con las funciones macroeconómicas que se espera de un sistema financiero moderno como son proporcionar liquidez, integrar información y administrar el riesgo. Se supone que los productos derivados ayudan a distribuir el riesgo crediticio, como debe ocurrir con las obligaciones de deuda colateralizada, pero como apunta Münchau (2008b) lo hacen en una forma perversa aunque técnicamente correcta ya que en lugar de canalizar el riesgo a las instituciones mejor preparados para su absorción lo canalizan a las mejor calificadas para amplificarlo, los bancos. Tampoco se cumple con la transparencia de la información debido a que los productos derivados son muy opacos y lo de la liquidez funciona en los buenos tiempos y de exuberancia pero no en los malos cuando realmente se necesita. Consecuentemente, concluye Münchau el mercado financiero moderno ha sido hasta ahora negativo.

No debe haber duda que la estructura financiera a la que ha llevado la innovación es responsable de la forma en que la crisis se ha ido desarrollando una vez que el mercado hipotecario comenzó su desplome. Sin embargo, se puede estar de acuerdo con Posen (2008) que la génesis de la crisis hay que encontrarla en errores básicos de administración bancaria, igual como ocurre con empresas de cualquier otra actividad productiva que entran en crisis. Entre ellos Posen destaca un mal manejo de inventarios al mantener activos titularizados en la esperanza de ganancias de capital en lugar de venderlos, además se funciona sobre productos demasiado especializados para clientes muy especializados; es decir, se funciona sobre mercados muy restringidos. Más grave es que la industria de las hipotecas no mantuvo estándares razonables de los productos que vendió, lo cual constituye un comportamiento fraudulento por el que los clientes deben ser recompensados. Lo que Posen no reconoce es que la bursatilización financiera facilita e induce a estos comportamientos y, por tanto, es un factor determinante de la crisis.

### **La timorata reforma Obama de Wall Street**

La propuesta del 17 de junio de 2009 fue considerada por la administración de Barak Obama como el rediseño de las nuevas reglas federales que gobernarán el sistema financiero de Estados Unidos dando marcha atrás a 30 años de liberalización y desregulación financiera. El propio presidente calificó la propuesta como una “nueva fundación” para evitar “riesgos que se construyeron sobre montículos de arena”.<sup>6</sup> De ahí que el énfasis de la reforma sea en cerrar las brechas en la regulación que dieron pie a la toma de extraordinarios riesgos. Se optó por un enfoque más funcional que estructural para limitar el florecimiento del riesgo que condujo al caos.

De hecho, la administración Obama desde su inauguración en enero de 2009 se había propuesto como una de sus prioridades la reforma del sistema financiero. Finalmente, el 19 de julio de 2010 el presidente Obama firmó la Ley

---

<sup>6</sup> Se parafrasea el título de la propuesta original: “Financial Regulatory Reform: A New Foundation”

Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y de Protección al Consumidor que reorganizara la actividad financiera de Estados Unidos. Sin dudas esta reforma fungirá como el factor determinante para la reorganización del sistema financiero global<sup>7</sup>. Se formalizó así el resultado de un proceso largo y muy controvertido de debate con propuestas y contrapropuestas a la iniciativa originalmente presentado al Congreso de la Unión.<sup>8</sup> La versión final de esta propuesta fue aprobada por el Senado de Estados Unidos el 15 de julio por un voto en que el que 60 senadores la apoyaron y 39 la rechazaron con sólo 3 republicanos apoyando el voto mayoritario. En la Cámara de Representantes 192 diputados habían votado en contra mientras 237, incluyendo tres republicanos, apoyaron el proyecto.

A primera vista estos números dan la impresión de una fuerte imposición partidista. La verdad es que estos números no son un fiel reflejo de la lucha del Sr. Obama contra la oposición encarnizada de los republicanos y algunos demócratas con denuncias ideológicas y en defensa de los intereses del sector financiero. Sólo hay que sopesar que entre febrero de 2009 y mediados de 2010 el sector financiero se ha gastado más de 600 millones de dólares en esfuerzos de cabildeo para debilitar la iniciativa original. Otras iniciativas no fueron tan afortunadas. Así, el cabildeo derroto propuestas como la que hubiera obligado a los bancos a pagar el costo de su propio rescate o la que intento fraccionar los bancos para hacerlos más pequeños.

Esta reforma de Wall Street se mueve entre dos polos. Un polo está en incrementar la seguridad sistémica por medio de la regulación y el otro el de permitir que los mercados operen eficientemente. En esta lógica la reforma constituye un freno al exagerado proceso desregulador de las tres últimas décadas que hizo que la industria financiera se hiciera más riesgosa, más interconectada y más concentrada pero la reforma se queda corta para poder modificar radicalmente las características que la desregulación le imprimió.

En realidad la reforma es el resultado de la confrontación entre tres diferentes enfoques que se delinearon a partir de la implosión del banco Bear Stearns en la primavera de 2008. Uno de ellos, quizás el más influyente al ser promovido por el Departamento del Tesoro y el FED, enfatizaba la importancia de reducir el grado de apalancamiento en el sistema. Habría que crear los instrumentos para alterar la relación de cerca de 30 dólares de deuda por cada dólar de capital que llegaron a tener los bancos de inversión. La lógica era que si los bancos incrementaban la cantidad de efectivo que deben tener en reserva entonces podrían responder mejor a pérdidas repentinas. El segundo enfoque, que tuvo su principal promotor en Paul Volcker, asesor de Obama y expresidente del FED, ponía como centro de la reforma el restringir fuertemente las actividades de riesgo en que los bancos incurren.

El último enfoque, el más radical de los tres, giró en torno a resolver el dilema de “demasiado grande para quebrar” a través de fraccionar las grandes corporaciones financieras. La lógica de esta línea de pensamiento es que las empresas no deben ser tan grandes y tan altamente interconectadas que su quiebra pudiera tener consecuencias sistémicas. El grueso del apoyo a esta opción provino de economistas independientes.

---

<sup>7</sup> En el argot común a este proceso se le ha denominado como la “Reforma de Wall Street”.

<sup>8</sup> Para un recuento relevador de las pugnas en el debate sobre la reforma del sector financiero véase Cassidy (2010).

La ley Dodd-Frank es, en realidad, el compromiso al que se llegó de la mezcla de los dos primeros enfoques con un rechazo poco sutil al tercero. Así, esta Ley es el resultado de un debate desordenado y tendencioso que sólo logró acordar sobre lo posible y no sobre lo necesario. No debe extrañar, entonces, el comentario de Volcker, en el New York Times del domingo 17 de julio, en que le dio a esta ley una calificación de B- y reconoció que “Estoy un poco apesadumbrado por que la ley no tiene la pureza que yo estaba buscando”.

No menos importante es que lo substancial en la batalla para encontrar la nueva normalidad del sector financiero esta apenas por comenzar. La implementación de la ley requiere que los legisladores, los reguladores y los supervisores determinen los detalles que complementan a la Ley o que en la Ley no se especifican. El contexto en el que esto ocurrirá será el de la importancia del sector, el poder de los intereses establecidos por mantener el status quo contra los que buscan un cambio en el status quo y los obstáculos ideológicos de los partidos políticos. Estas tres fuerzas determinarán el resultado de los 60 estudios y los 94 reportes que darán lugar a 533 reglas según lo estima la Cámara de Comercio. El dilema es que todo esto ocurrirá en lo oscurito, fuera de la luz pública, pero bajo el inmenso jaloneo de los grupos de poder, de las organizaciones representativas de consumidores e inversionistas y de los millones más de dólares que se gastarán en quehaceres de cabildeo. Kaufmann (2010), del Instituto Brookings, un centro liberal de investigación económica en Washington, argumenta que la historia muestra que cuando los reguladores y los legisladores tienen tanta latitud y tanta discreción “el costo es muy alto debido a la probabilidad de una captura regulatoria por las poderosas instituciones financieras”.

### **Los contenidos de la reforma**

Veamos, entonces, que hay en esta reforma partiendo del hecho que este es más que nada un paquete de instrumentos de regulación que especifica y determina las líneas de autoridad y de responsabilidad regulatoria capaces de restringir las opciones de arbitraje regulatorio. A continuación se presentan las principales reformas que pueden clasificar en tres tipos diferentes de instrumentos.

#### **I. Límites al riesgo en que incurre Wall Street**

- Uno de los pivotes de esta reforma es la creación del Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Oversight Council) y del Buro de Investigación Financiera (Office of Financial Research) como dependencias del Departamento del Tesoro. Su creación se enmarca en el propósito de limitar el riesgo sistémico al que puede inducir el sistema financiero. El Consejo es un organismo con tres propósitos principales: monitorear los factores que podrían llevar al sistema a una falla sistémica proveniente de instituciones financieras y no financieras; promover disciplina de mercado por la eliminación de expectativas de que el gobierno protegerá a aquellas instituciones con serias deficiencias y responder a amenazas a la estabilidad de los mercados financieros de Estados Unidos. El Buro tendrá como propósito proporcionar servicios administrativos, técnicos, de análisis presupuestal y otros que sean

necesarios para el funcionamiento del Consejo y de sus agencias afiliadas.

- Para mejorar la regulación bancaria y reducir la competencia regulatoria el Buro de Supervisión del Ahorro (Office of Thrift Supervision) será cerrado y sus funciones relativas a compañías holding pasaran al FED, las relativas a asociaciones de ahorro estatales al FDIC y las de otros ahorradores al Controlador de la Moneda. La desaparición de este Buro es consecuencia de su mala actuación como regulador en los años previos a la crisis.
- También se establece que los depósitos asegurados por el FDIC se aumentaran de 100,000 a 250,000 dólares.
- Para enfrentar el riesgo sistémico al que induce el comercio de activos con recursos propios y la especulación con fondos privados de capital de riesgo y así evitar que estas actividades continúen siendo factores que llevan a un alto grado de volatilidad en los mercados de crédito, que crean conflictos entre los bancos y sus clientes y que distraen la oferta de crédito a quienes más lo necesitan, como son las pymes y los hogares se aprobó una versión disminuida de la Regla Volcker. Esta pretende establecer la seguridad de que los organismos bancarios estén bien capitalizados y bien administrados. La regla Volcker en su versión original pretendía que los bancos comerciales dejaran las prácticas de comercio de activos con recursos propios, que es la especulación bancaria en los mercados de capital, de operar e invertir en fondos de cobertura de alto riesgo y en fondos de capital de riesgo y limitaba las inversiones bancarias en fondos privados de apalancamiento. La regla Volcker fue substancialmente debilitada al permitir a los bancos que arriesguen substanciales cantidades en comercio de activos con capital propio. La versión aprobada eliminó la restricción para que los bancos posean fondos especulativos aunque les limita a que las inversiones no sean mayores al 3% del capital de primer nivel del banco.<sup>9</sup> El argumento de Volcker es que estas actividades corresponden a los bancos de inversión. La Regla original se planteó en la perspectiva de un enfoque de solución al dilema de “demasiado grande para quebrar” con la pretensión de crear una línea de división entre las instituciones financieras que pueden recurrir a una red de seguridad gubernamental, que serían los bancos comerciales, y otras instituciones que no tendrían tal privilegio, que serían el resto de las entidades financieras de la banca en la sombra. La regla Volcker pretendía separar las actividades de inversión de las de crédito bancario y en cierta manera regresar a la

---

<sup>9</sup> El 3% permitido parece una concesión menor pero no es así al considerar que esta concesión vino acompañada con un cambio en el lenguaje que parece inocuo pero que es todo lo contrario. Originalmente el 3% se aplicaría a “las acciones comunes tangibles” (tangible common equity) lo cual se modificó por “Capital del primer nivel” (Tier 1 capital). Para los bancos esto significó que pueden incrementar en cerca de 40 por ciento la cantidad de dinero con el que especularan.

división que desapareció con la abrogación de la ley Glass-Steagall en 1999, la última gran estocada de la desregulación.

- Esta regla también regula el capital de las empresas y requiere de los reguladores que impongan requerimientos de capital que sean contra cíclicos, el capital de la empresa debe aumentar en tiempos de recesión económica difíciles y puede ser reducido en tiempos de abundancia
- Uno de los elementos más significativos de esta reforma es la regulación que se impone a los productos derivados de crédito, incluyendo los Credit Default Swaps. Se establece que varios de los productos derivados conocidos como swaps, que tradicionalmente han funcionado en mercados al contado ahora tendrán que ser canalizados, para mayor transparencia, a través de bolsas o de cajas de compensación. Este control sobre los derivados es una gran ganancia si se considera que en 2007 existían productos derivadas por cerca de 700 biD en valor nominal sin que los reguladores tuvieran control alguno sobre ellos. Eso ya no ocurrirá.
- Se da mayor protección a los inversionistas y se mejora la regulación de los títulos financieros para lo cual se revisan los poderes y la estructura de la SEC, de las organizaciones de calificación de riesgo y la relación entre los clientes y los corredores o asesores de inversión con el fin de prevenir la captura regulatoria dentro de la SEC y de incrementar la influencia de los inversionistas.
- Se fortalecen los poderes de coacción de la SEC por la creación de un programa de “recompensas” para personas que proporcionen información que lleven a sanciones mayores a un millón de dólares.
- Se define más precisamente el concepto de “Obligaciones respaldadas por activos” tales como préstamos, arrendamientos e hipotecas con el fin de emitir reglas y regulaciones de requerimientos para los emisores de activos bursatilizados de este tipo. A estos emisores se les obliga a retener no menos del 5% del riesgo crediticio de un activo clasificado como hipoteca residencial y para hipotecas comerciales u otro tipo de activos deberán retener menos del 5% del riesgo crediticio. Se prohíbe que estas porciones de riesgo retenidas sean cubiertas o transferidas.
- Esta ley actualiza la Ley del Sistema de la Reserva Federal para mejorar su gobernanza y su nivel de alcance. Un cambio es que el presidente del FED de New York se nombrara ahora a propuesta del Presidente de Estados Unidos con el consejo y aprobación del Senado. Se establece que ningún ejecutivo de una compañía que sea sujeta de supervisión por el FED podrá votar por o servir como presidente del FED. La responsabilidad del FED se explicita en términos de identificar, medir, monitorear, y mitigar riesgos a la estabilidad financiera de los Estados Unidos.

- Se aceptó la creación de una vicepresidencia del FED con responsabilidad explícita sobre la regulación financiera y responsable ante el Congreso. Según Volcker “esta podría llegar a ser una de las más importantes decisiones al depositar dicha responsabilidad en una sola persona”
- Al FED se le impone la responsabilidad de establecer estándares prudentes para las instituciones bajo su supervisión que incluyen requerimientos de capital basados en niveles de riesgo y con límites de apalancamiento; requerimientos de liquidez, requerimientos comprensivos de administración de riesgo; requerimientos de reportaje de exposición de crédito y planes de resolución y límites a niveles de concentración.
- El FED también podría establecer requerimientos de capital contingente, mejorar grados de transparencia y límites de deuda de corto plazo. También puede obligar a las empresas financieras a mantener cantidades mínimas de capital contingente que se puede convertir en acciones en tiempos de estrés financiero.
- El FED puede requerir a los bancos que establezcan un plan para una liquidación rápida y ordenada. Esto es lo que se ha dado en llamar “planes de funeral”, al cual el gobierno pueda recurrir en emergencias con empresas que están en peligro de colapso y con el propósito de evitar decisiones de rescate o quiebra.
- Se imponen límites en el grado de exposición de los bancos a una sola contraparte bancaria o, incluso, a sus propias filiales, a fin de evitar los peligros en que se incurre por la alta interconexión que se crea con el comercio de derivados, acuerdo de recompra y otros financiamientos distintos a los depósitos. La exposición al crédito no debe exceder el 25% del acervo de capital. Las empresas reguladas al determinar sus requerimientos de capital deberán considerar las actividades fuera de la hoja de balance.
- Por primera vez en la historia se establece la obligación a los Fondos de Cobertura de Alto Riesgo y los Fondos de Capital Privado de Riesgo de registrarse con la SEC, lo que los expondrá a estándares de mayor capital, determinación de niveles de apalancamiento y de liquidez lo cual significa un mayor escrutinio de los reguladores.

## **II. Seguridad financiera para los consumidores**

- Se crea la Agencia de Protección al Consumidor en Bienes Financieros (Consumer Financial Protección Bureau, CFPB). Su objetivo es evitar abusos financieros derivados del uso de hipotecas, tarjetas de crédito y otros servicios financieros para lo cual la administración Obama considero necesario tener una agencia independiente y autónoma pero el Senado eliminó esta característica y decidió colocarla bajo el control de alguna otra agencia. Finalmente el Senado acordó que fuera una

entidad federal independiente dentro del FED. Su propósito es proteger a los consumidores de prácticas ilegales, injustas y fraudulentas en los mercados financieros. Esta es una estructura de defensa del consumidor sin precedente en la historia de Estados Unidos. Dentro de la Agencia se establece el Consumer Advisory Board para asesorarla e informarla sobre las tendencias en los mercados emergentes.

- El CFPB establecerá estándares adecuados para la contratación de préstamos hipotecarios entre los que se contemplan requerimientos de que los prestamistas pueden cumplir con sus obligaciones de pago, eliminación de penas de prepago y de mecanismos que induzcan a endeudamientos mayores que los puede pagar el solicitante.
- El establecimiento de esta Agencia de protección al consumidor, que algunos consideran como el corazón de la reforma, llevó muchos meses de negociación por discrepancias sobre como es la mejor forma de proteger a los deudores de los abusos de los prestamistas. Encontrar acuerdo no fue sencillo. Los republicanos se oponían a la creación de una agencia independiente con argumentos de que se volvería burocrática, y podría exponer a los bancos a instrucciones contradictorias provenientes de reguladores bancarios y reguladores defensores del consumidor. También se han opuesto a que tal agencia sea parte del departamento del Tesoro ya que podría sujetar a los reguladores a presiones políticas pero algunos republicanos pensaban que el que esta agencia fuera parte del FED permitirá al Congreso llegar a tener mayor supervisión sobre el banco central. Los demócratas se opusieron a que una agencia de esta naturaleza sea parte de un órgano regulador del sistema bancario, como la Federal Deposit Insurance Corporation por que el regulador podría dar prioridad a la salud de los bancos sobre la defensa del consumidor.

### **III. Límites al conflicto de interés de las agencias de calificación**

- La nueva ley impone a la SEC la obligación de eliminar el conflicto de interés que representan las agencias calificadoras de riesgo, como Moody's, Standard&Poor's y Fitch Ratings
- La ley autoriza que la SEC tenga una Oficina de Evaluación de Riesgo (Office of Credit Rating) cuyas principales obligaciones serían: i. generar reglas para que los inversionistas puedan enjuiciar a las agencias de calificación por pérdidas consecuencia de serias negligencias en los procedimientos de calificación ii. supervisar que las agencias de calificación apliquen métodos de calificación que sean consistentes en la evaluación de bonos corporativos, bonos municipales y productos e instrumentos de financiamiento estructurado.

### **Debilidades financieras excluidas de la reforma**

Existe la percepción de que esta no es una ley ideal ya que no corrige todo lo que se necesitaba corregir, tampoco es una ley que evitará que una

crisis como la que ha obligado a su existencia vuelva a repetirse. Esta no es la ley que llevara a que no se vuelva a experimentar la gravedad de la crisis actual. Esta reforma no recoge todo lo que era necesario y óptimo para minimizar la posibilidad de que se repitan los padecimientos experimentados entre 2007 y 2010. Douglas Elliot del Instituto Brookings afirma que esta reforma “Nos lleva a dos terceras partes del lugar en el cual deberíamos estar, lo cual es un gran avance sobre nuestra situación actual” (2010). También se podría decir que lleva a un punto intermedio entre los radicales que promulgaban por atomizar a los bancos y los conservadores que sólo ven el problema como uno de sobre apalancamiento.

La ley da más seguridad contra la vulnerabilidad financiera pero de ninguna manera podrá evitar las crisis. Los defensores argumentan que lograr ese resultado no es posible ya que las crisis son inherentes a la actividad financiera por el riesgo en que se incurre. Igualmente importante es que esta limitación a la vulnerabilidad tiene un alto costo ya que el crecimiento del producto en el futuro será más lento debido a que el costo de los servicios financieros será más alto y a que los préstamos para las empresas como para los consumidores serán más difíciles de obtener.

Muchos consideran que una debilidad central de esta iniciativa es que la CFPB haya sido creada dentro de la estructura organizacional del FED, lo cual causa serias dudas sobre su autonomía. No hay que olvidar que el FED ha hecho manifestaciones de odio hacia medidas de seguridad en bienes de consumo.

Esta ley también falla en establecer límites reglamentarios sobre niveles de apalancamiento o endeudamiento de las empresas financieras, lo cual da lugar a que los detalles legislativos para lograr su implementación se hagan más tortuosos y altamente sujetos a manipulación.

La reforma ha fallado en prohibir muchos tipos de activos que sólo sirven para especular. De hecho, hay quienes abogan que se deberían prohibir toda clase de transacciones con derivados ya que estos instrumentos no contribuyen con valor social alguno.

Uno de los temas más controvertidos en toda el debate y en el que el ciudadano de a pie ha estado más interesado es el de la extravagancia en las prácticas de compensación a los ejecutivos de las empresas financieras el cual quedó totalmente fuera de esta reforma. La ley falla en limitar los bonos de los ejecutivos y como compensación da la autoridad al SEC para que haga más fácil y barato las formas en que los accionistas nominan directores del Consejo de Administración de las empresas.

### **Se mantiene la forma de hacer negocios bancarios**

El factor fundamental que muchos consideran indujo a la crisis es el de la magnitud de los bancos que se sustenta en la premisa de “Demasiado grande para quebrar”. Es algo que esta Ley no resuelve. Se rechazó la enmienda Brown-Kaufman que pretendía imponer un límite en los pasivos distintos a los de depósito equivalente al 2% del PIB. Al inicio de la crisis los grandes bancos recibían el 40% de los depósitos pero para el 2009 este nivel llegaba al 56%. La crisis ha consolidado el proceso de concentración pero la reforma no sirve para modificar esta tendencia. Los grandes bancos continúan dominando el mercado al contado de derivados con una pequeña parte que va a cajas de compensación. El ciudadano de a pie dio su opinión para que se



enfrentara esta situación y se tuviera mayor control sobre la estructura financiera pero no fue escuchado.

El comercio de derivados continuara siendo en su mayoría directamente gestionado en los bancos y no en entidades independientes o autónomas de los bancos, como lo pretendía la regla Volcker. Tampoco están claros cuáles son los incentivos para que los reguladores funcionen bien dado el hecho que ningún regulador perdió su puesto como consecuencia de la crisis. No hay mucho en la ley que garantice que el sistema será supervisado y regulado adecuadamente sin caer en la laxitud que lo hizo antes de la crisis. Pero para los conservadores que estaban en contra de cambios en el sistema consideran que esta ley es la puerta de entrada a gobiernos reguladores que provocaran incrementos en los costos de operación.

Poco hay en la Ley que limite los altos niveles de riesgo en que cayó el sistema bancario como consecuencia de la desregulación y particularmente de la eliminación de la Ley Glass-Steagall. Tampoco establece medios para enfrentar factores que fueron determinantes para el caos global como pueden serlo los problemas de contabilidad engañosa y de calificaciones inadecuadas del riesgo crediticio.

No es una solución integral y comprehensiva que modifique el quehacer financiero y elimine las oportunidades de especulación que recurrentemente han puesto al sistema en aprietos. En tal sentido esta ley no descarta la posibilidad de futuros rescates aunque ciertamente hace que estos sean más difíciles de implementar. La ley se orienta a establecer que los bancos tengan más capital pero no establece niveles. De hecho, deja esta crucial decisión a las negociaciones posteriores.

Un resultado contradictorio es que el Banco Central ha salido fortalecido en su capacidad de supervisión luego de que inicialmente muchos congresistas de ambos partidos intentaban quitarle estas capacidades y se oponían a que se le dieran más responsabilidades. Estas posturas representaban la demanda de castigar al banco por las serias deficiencias de previsión y de supervisión que contribuyeron a la gravedad de la crisis. Pero, también hay que aceptar que el FED es la organización mejor posicionada para las tareas de supervisión sistémica.

Esta reforma tampoco se enfoca a lo que muchos consideran como una causa central de la crisis como es el exceso de ahorro global. Un indicador de crisis es cuando hay una entrada excesiva de dinero a la economía que hace que el crédito sea muy barato. El déficit en la cuenta corriente de Estados Unidos, que mide cuánto dinero entra contra cuánto dinero sale, fluctuó entre 1 y 2% del PIB entre 1987 y 1999 pero para 2006 llegaba al 6%, se redujo al 3% con la crisis pero volvió a subir hasta el 4%. Hay que aceptar que la solución a este problema no depende exclusivamente de Estados Unidos sino de una mayor cooperación internacional.

### **Dimensión de una nueva la regulación**

Con las características que presenta esta Ley que a su vez están determinadas por la forma en que el sector se estructura y funciona la pregunta relevante es: ¿Puede Wall Street ser regulada? En términos prácticos la respuesta es "No". La forma de funcionamiento de los negocios financieros es calculadamente compleja para excluir a los reguladores rápidamente.

El debate debe orientarse más a resolver el tipo de sistema que se quiere o necesita. Por un lado está la ilusión de un sistema financiero que fundamentalmente sirva de apoyo a la producción y distribución de bienes y servicios en vez de servir exclusivamente a intereses especulativos y de corto plazo. El sistema financiero no debe solo pretender acumular ganancias monetarias sin consideración de sus efectos sobre la economía real y sin responsabilidad social. Un nuevo marco regulatorio debe orientarse a salvar al sistema financiero de incidir en una toma de riesgo exagerada, la regulación de nuevo cuño debe minimizar la toma de riesgo en que incurren los bancos y demás organismos financieros. Se necesita es un nuevo contrato social en el que las instituciones financieras y los inversionistas se sujeten a un marco que expanda el alcance de las entidades de regulación, aumente la coordinación de la regulación internacional, pero en especial restrinja el crecimiento de las instituciones financieras.

Lo que se necesitaría es modificar la estructura institucional existente y eso la ley Dodd-Frank no pretende hacerlo, ni los legisladores tuvieron la visión, la voluntad o la capacidad para moverse en tal dirección. Se tiene una estructura de grandes empresas, alta y complejamente interrelacionadas con una capacidad de apalancamiento extraordinaria que hace vulnerable y levanta el riesgo a un nivel sistémico y no sólo al nivel microeconómico. La vulnerabilidad implícita no se resuelve imponiendo mayores requerimientos de capital.<sup>10</sup> Lo que se requería era imponer límites a los niveles de apalancamiento, pero ello no se dio. Incluso, la iniciativa para incrementar el capital de las empresas financieras fue impugnada argumentando que aumentará los costos del financiamiento perjudicando directamente a los ya maltrechos consumidores estadounidenses. Esta crítica evade el hecho que una proporción significativa del crédito otorgado en la década previa a la crisis se hizo con propósitos especulativos, lo que terminó llevando al caos por el abultado nivel de apalancamiento, lo cual fortaleció el desacoplamiento entre los sectores real y financiero de la economía.

Más problemático es considerar que esta es una ley de regulación y la regulación no funciona si no es adecuadamente implementada y vigilada. Una efectiva implementación lo es todo. Pero tal efectividad se pone en entredicho cuando se reconoce que esta reforma está orientada a regular un sistema financiero que existió en el pasado pero que ya no existe. Por ejemplo, el alto grado de interconectividad es algo nuevo y crucial para el éxito de la regulación sistémica pero no es adecuadamente considerado en la reforma ya que no era un elemento crítico en el pasado.

Reconocer que esta no es una reforma estructural es básico. De ahí su debilidad. Poco se toca la organización existente. La propuesta no avanza en modificar la estructura institucional que por sus debilidades contribuyo al florecimiento del riesgo. Se mantiene la intrincada articulación de múltiples agencias encargadas de la supervisión financiera que incluye cinco sólo para los bancos, una para los valores, otra para los derivados y una más para las agencias hipotecarias dependientes del estado, además hay que agregar las 50 agencias estatales reguladores de bancos y otras cuantas agencias federales y

---

<sup>10</sup> Los legisladores no tuvieron el coraje de especificar estos requerimientos y lo dejaron como tarea a los reguladores. No sobra recordar que el ambiente es poco factible para que los reguladores puedan imponerse al océano de dinero en que nadan los bancos.

estatales para la protección del consumidor. Esta multiplicidad de reguladores ha sido un factor que ha mermado su eficiencia al facilitar el arbitraje regulatorio.

El conflicto con esta estructura de reguladores múltiples es que las empresas financieras que buscan evitar la regulación buscan el cobijo del regulador más laxo. Además, hay que estar consientes que los desacuerdos entre agencias, en el fondo, constituyen luchas de poder. The Economist es muy directo al aseverar que tal estructura “Retarda la implementación de nuevas reglas, alimenta guerras territoriales, corroe la rendición de cuentas e incrementa costos” (junio 2009). La preferencia del presidente Obama por tener un solo regulador tuvo que ser olvidada dada la no muy buena experiencia de Inglaterra con este arreglo. La Financial Services Authority británica no era el ejemplo a seguir debido a su incapacidad para evitar la excesiva dependencia de los bancos británicos en financiamiento de corto plazo para operaciones al mayoreo. Este fracaso de la FSA pero principalmente el poderoso cabildeo bancario encontraron en Barney Frank, un congresista con mucho poder en distintos comités del Congreso, un opositor formidable a esta propuesta de integración de los reguladores.

La estructura permanece como un legado intocable de aquellos “días cuando los bancos comerciales y de inversión, los bancos de ahorro, las financieras paraestatales y los comerciantes de bienes estandarizados hacían diferentes cosas”. El dilema con la institucionalidad actual es que se levantó para otra forma de funcionamiento del sistema financiero cuando aplicaba la Ley Glass-Steagall, que separaba la banca comercial de la de inversión. Con el tiempo y por la crisis la banca ha pasado de especializada a universal y múltiple pero la estructura organizativa de la regulación se mantiene casi intacta.

El que la administración Obama se abstuviera de rehacer la estructura organizativa de la regulación financiera hace que su propuesta sea bastante limitada y que consecuentemente se desperdicie la oportunidad de transformación que proporcionaba la crisis. Más grave es la impresión que deja de que simplemente la administración mostró ausencia de voluntad política para enfrentar los grupos de interés que controlan el sector; esto es, el gran capital.

Puede criticarse lo incompleta que es la reforma y que le falta puje pero no puede negarse que se mueve en la dirección correcta para enfrentar los comportamientos que han dejado tan maltrecha a la economía de Estados Unidos y, en consecuencia, al resto del mundo. El que el gobierno de Estados Unidos muestre debilidad para realizar los cambios estructurales necesarios pone sobre la mesa varias preguntas ¿Cual es el tipo de estructura que debería tener el sector financiero? ¿Se debe impedir que los bancos sean tan grandes que no pueden quebrar? ¿Debe alimentarse el desacoplamiento entre la inversión financiera y la inversión productiva? No hay que olvidar que hace diez años se tuvo con el drama del LTCM una mini audición de la función a la que hoy asistimos y evidentemente poco se hizo para evitar los comportamientos indebidos a los que lleva la voracidad exagerada de los especuladores.

En una reforma de fondo convendría desmembrar bancos demasiado grandes. Baste recordar que no sería un hecho inédito al haber sido un camino que se recorrió en el sector de las telecomunicaciones en décadas pasadas. Por supuesto, la oposición a esta lógica será férrea y se centrara en el campo organizacional pero principalmente en términos de costos. Una vez más se recurrirá al argumento de que en la actualidad la eficiencia es una función de las economías de escala; la noción de que entre más grande sea una empresa

menores serán sus costos medios por unidad de producto. El tamaño también se puede atacar efectivamente simplemente estableciendo límites al nivel de endeudamiento y en consecuencia de apalancamiento en que puedan incurrir cualquier institución de crédito.

### **A manera de conclusión**

La crisis hace obligados dos reconocimientos. El primero es la existencia de dudas suficientemente justificadas sobre la capacidad de los mercados para autocorregirse. La evidencia apunta a un rechazo de la hipótesis de mercados eficientes. Más allá de un dilema exclusivamente académico este es un dilema profundamente práctico y relevante para el funcionamiento cotidiano de las instituciones. El otro reconocimiento es la inevitabilidad de una mayor injerencia del Estado en el funcionamiento del sector financiero. La idea de minimización del estado en los términos planteados por el neoliberalismo debe descansar en paz.

Esta crisis ha demostrado, igualmente, que la debilidad del sistema de innovación financiera esta en aparentar que el riesgo se diluye por que se diversifica. Lo que ocurre es que el riesgo que antes tomaban los bancos se ha transferido a inversionistas y ahorradores vía los derivados crediticios y activos estructurados, pero igualmente se ha traspasado el pánico bancario a estos activos.

Además, el caos financiero ha demostrado otro hecho fundamental: que el riesgo sistémico no es simplemente una posibilidad académica y que el sistema de regulación no estaba preparado para esta situación. La reforma aprobada por el Congreso de Estados Unidos enfrentó esta deficiencia y diseño instrumentos para que el FED tenga la autoridad para enfrentar contingencias de esta naturaleza. Sólo falta ver si estos nuevos instrumentos funcionan y la verdad es que será mejor no tener que demostrarlo.

Lo que también ha mostrado esta crisis es que “Grande no es hermoso”. Han sido las más grandes empresas las que han tenido que enfrentar las mayores dificultades no como consecuencia directa de la crisis sino como consecuencia de sus errores administrativas y excesos financieros. El caos financiero hizo imposible que estas dificultades pudieran seguir siendo ocultadas. Lo peligroso es que puedan seguir persistiendo por años. El dar preferencia a ganancias financieras de corto plazo más que a ganancias de inversiones de productividad de largo plazo sin preocupación de cómo la deuda crecía año con año para hacerlos tan grandes que no pudieran quebrar muestra como estas organizaciones han fallado en asegurar los medios para su auto corrección y en implementar las reformas necesarias. Es menester que la regulación se oriente a recortar el tamaño de las instituciones bancarias y parece que una forma idónea puede ser limitando los niveles de endeudamiento en que estas instituciones pueden incurrir.

### **Bibliografía**

Cassidy, John. The Volcker Rule. Obama’s economic adviser and his battles over the financial-reform bill. The New Yorker, July 26, 2010, <[http://www.newyorker.com/reporting/2010/07/26/100726fa\\_fact\\_cassidy?currentPage=all](http://www.newyorker.com/reporting/2010/07/26/100726fa_fact_cassidy?currentPage=all)>

Elliot, Douglas. "Passage of Financial Reform Will Make Us Safer, at a Reasonable Cost", Economic Studies, Initiative on Business and Public Policy, The Brookings Institution, 16 July 2010.

Feldstein (2007) Feldstein, Martin S. "Housing, credit markets and the business cycle", NBER Working Paper No. 13471, October 2007.

Feldstein (2008)

FMI (2007, P. 137) Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la Economía Mundial*, Washington, DC, Abril de 2007.

Gorton, G. y N.S. Souleles. "Special Purpose Vehicles and securitization", NBER Working Paper NO. 11190, march 2005.

Johnson (2008). Johnson, Steve. "Safe heavens give little protection", *Financial Times*, 7 January 2008, p. FTfm p.1.

Kaufmann, Daniel. "Financial Regulatory Reform: Less Than Meets the Eye on Financial Institutions, More Than Meets the Eye on Oil Companies?", Brookings Institution, 16 July 2010.

Krugman, Paul. "Operación Rescate", *El País*, 18 de marzo de 2008, p. 20.

Münchau, Wolfgang. "The credit revolution looks to the long term", *Financial Times*, 7 enero 2008, p. 9.

Norris (2007) Norris, Floyd. "Economy may defy past and disregard housing", *New York Times*, 24 November 2007, p c3.

Posen, Adam S. "The four horsemen of the subprime stupidity", *International Economy*, Winter 2008, p. 12-13. <[www.international-economy.com](http://www.international-economy.com)>

Reinhard y Rogoff (2007) Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff, "Is the 2007 U.S. sub-prime financial crisis so different? An International Historical Comparison", NBER Working Paper No. 13761, January 2008.

The Economist: (2008, p. 80). The Economist. "Caveat counterparty", 22 March 2008e, p. 80.

The Economist, "Reforming financial regulations in America. Better broth, still too many cooks", 18 junio 2009a.

Titelman, Daniel, Estebán C. Pérez y Ramón Pineda. "¿Cómo algo tan pequeño término siendo algo tan grande? Crisis financiera, mecanismo de contagio y efectos en América Latina" en *Revista de la CEPAL* 98, Agosto 2009, p. 7-34.