

Los modelos de regulación de los mercados financieros: el mensaje de la Encíclica

SIMONA BERETTA

Revista Cultura Económica
Año XXVII • N° 75 / 76
Agosto - Diciembre 2009: 44-76

Premisa

Tras la “semana terrible” en la que vimos la quiebra de Lehman Brothers y las sucesivas y agitadas acciones de intervención pública, hoy sabemos que la crisis financiera global es un hecho, no un lejano temor. Hay quienes hablan de un fin del capitalismo “como lo conocíamos”; otros ven en la crisis un *shock* potencialmente saludable, que nos obliga a prestar atención a las cosas que realmente importan y, a su vez, hay quien cínicamente sigue sosteniendo que en realidad sólo la sed de provecho y el ansia de poder mueven el mundo. Somos conscientes de que la fisonomía de los mercados financieros, cuando éstos vuelvan a funcionar con “normalidad”, habrá cambiado profundamente: una vez más, se habrán corrido, los límites entre lo “público” y lo “privado”.

Las nuevas reglas del mundo financiero redistribuirán los costos de la crisis en términos hoy difíciles de precisar, en plazos y entre sujetos determinados: deudores, acreedores, contribuyentes, etc., como también entre muchas personas y empresas que no tuvieron nada que ver con las causas de la crisis. Las crisis precedentes nos enseñan que tales costos probablemente recaerán con mayor gravedad sobre los actores más débiles. Es entonces necesario despertar la preocupación por la justicia, sólo accesoria aparentemente respecto de la preocupación por la estabilidad del sistema. La aspiración por crear instituciones financieras capaces de alcanzar su objetivo, es decir, de sostener la inversión necesaria para el desarrollo integral de “todo el hombre y de todos los hombres” –para citar la *Populorum Progressio*– puede y debe animar desde adentro el proceso de salida de la crisis actual.

Construir instituciones “de justicia” también en la esfera financiera es un trabajo que nunca termina y que cada generación está llamada a realizar. Este importantísimo punto se repite en las tres Encíclicas de Benedicto XVI. “...la construcción de un orden social y estatal justo, mediante el cual se da a cada uno lo que le corresponde, es una tarea fundamental que debe afrontar de nuevo cada generación.” (*Deus Caritas Est*, 28).

“El recto estado de las cosas humanas, el bienestar moral del mundo, nunca puede garantizarse solamente a través de estructuras, por muy válidas que éstas sean. Dichas estructuras no sólo son importantes, sino necesarias; sin embargo [...] Incluso las mejores estructuras funcionan únicamente cuando en una comunidad existen unas convicciones vivas capaces de motivar a los hombres para una adhesión libre al ordenamiento comunitario.” (*Spe Salvi*, 24).

“A lo largo de la historia, se ha creído con frecuencia que la creación de instituciones bastaba para garantizar a la humanidad el ejercicio del derecho al desarrollo. [...] En realidad, las instituciones por sí solas no bastan, porque el desarrollo humano integral es ante todo vocación y, por tanto, comporta que se asuman libre y solidariamente responsabilidades por parte de todos” (*CV*, 11). “Solamente un humanismo abierto al Absoluto nos puede guiar en la promoción y realización de formas de vida social y civil –en el ámbito de las estructuras, las instituciones, la cultura y el *ethos*– [...] y en la tarea constante de dar un recto ordenamiento a las realidades humanas” (*CV*, 78).

El trabajo humano destinado a construir reglas sociales e instituciones de justicia, cuando se abre a lo absoluto, puede a veces

sorprendernos al ser un logro imprevisible, y humano. El discurso de Benedicto XVI en el Collège des Bernardins (París, 12 de septiembre del 2008) nos recuerda la increíble potencia de construcción positiva que, no programada, florece sobre la sólida certeza del trabajo cotidiano de quien se dedica a buscar lo esencial obstinadamente y día tras día. Una construcción realizada en tiempos difíciles (la política, la economía y la sociedad en que vivían los monjes medievales no eran ciertamente mejores que las de hoy), por personas “normales” (no veo ninguna razón para creer que los hombres de aquella época estuvieran dotados de más talento que los hombres de hoy). Una construcción en la que era difícil aislar la genialidad singular de cada uno, porque era el trabajo común de un pueblo reunido –incluso físicamente– en torno a los monasterios, es decir, a lugares en los que el “buscar a Dios” era el contenido concreto de la vida cotidiana. Sin el *ora et labora* de una minoría creativa como fueron los monjes, el desarrollo tecnológico, cultural y económico de Europa permanecería sin explicación, un desarrollo no programado, sino cotidianamente practicado, en el que camino y destino coincidían.

“En la confusión de un tiempo en que nada parecía quedar en pie, los monjes querían dedicarse a lo esencial: trabajar con tesón por dar con lo que vale y permanece siempre, encontrar la misma Vida [...], detrás de lo provisional buscaban lo definitivo [...] tomándolo como modelo. Donde ese modelo falta y el hombre se convierte a sí mismo en creador deiforme, la formación del mundo puede fácilmente transformarse en su destrucción.” (Benedicto XVI, 12 de septiembre del 2008).

La crisis de las finanzas llamadas “creativas” ejemplifica de modo concreto que cuando no se respeta la medida de las cosas que realmente permanecen, la construcción humana se encamina hacia la ruina. ¿No es acaso la ausencia de “esta medida” la clave de la situación actual? Todos tenemos a la vista las consecuencias nefastas que se derivan de atravesar, orgullosamente, el camino de la total autorreferencialidad en la iniciativa financiera.

Tal afirmación se extiende a los riesgos de destrucción (del medio ambiente, de la calidad de los productos y de la calidad de las relaciones sociales) inherentes a cualquier iniciativa económica que encuentre su razón exclusivamente en la sed de poder y en el deseo

de obtener ganancias, rápido y a cualquier costo. “Sin verdad, sin confianza y amor por lo verdadero [...] la actuación social se deja a merced de intereses privados y de lógicas de poder, con efectos disgregadores sobre la sociedad” (CV, 5).

1. Los mercados financieros: las crisis y las posibilidades concretas de gobernarlas

Finanzas y crisis forman un binomio inseparable. La historia de las finanzas, de sus reglas y de sus instituciones, puede ser representada a grandes rasgos como una red de crisis¹ e innovaciones: ya sean innovaciones de mercado como innovaciones institucionales, estas últimas son a menudo introducidas con carácter de urgencia para remediar las crisis bancarias y financieras y, con suerte, para prevenirlas (Beretta, 1992).

Las crisis financieras no nacen con los estados nacionales, como lo demuestran las temerarias historias de los banqueros medievales; pero con la aparición de los estados nacionales las crisis se han vuelto más complejas, tanto por la multiplicidad de los actores como por el alcance de las conexiones. Sólo dentro de las diferentes experiencias nacionales, en tiempos y formas distintos, fueron creadas las instituciones que aún hoy están a cargo de supervisar el funcionamiento de las instituciones financieras y de manejar, en cada caso, las consecuencias de las crisis: los bancos centrales. Éstos últimos, habiendo adquirido el monopolio en la emisión de papel moneda legal, han podido proporcionar créditos “de última instancia” en caso de crisis, para financiar a los bancos “sanos” presionados por la acuciante demanda de liquidez de parte del público: una característica de los momentos de pánico financiero que se materializa en las “corridas bancarias” de las que tenemos memoria histórica, así como documentación reciente.²

El prestamista de última instancia ha sido instituido para frenar el contagio de las crisis financieras, o sea, para responder a la necesidad de evitar que fenómenos de crisis “localizados” en una o pocas instituciones financieras insolventes acaben por involucrar a todo el sistema financiero. No se trata de una tarea fácil. Por un lado, el prestamista de última instancia debe proveer apoyo concreto al sistema financiero, no sólo poniendo a disposición la cantidad de dinero necesaria en tiempos de crisis, sino también informando públicamen-

te su accionar para, así, hacer retroceder el “pánico”. Por el otro, este rol debe ejercerse evitando, en la medida de lo posible, los fenómenos de “azar moral”, por los cuales las instituciones financieras son incentivadas a asumir comportamientos excesivamente imprudentes precisamente por saber que existe una red de salvataje.³

Bagehot escribió en 1873, páginas de gran interés y actualidad, sobre la “trampa” en la que se encuentra el prestamista de última instancia. En esencia, deja en claro que prevenir las crisis financieras es mejor que remediarlas (Bagehot, 1873). Para la prevención, los Estados nacionales se equiparon –de acuerdo a diversas modalidades de acción– siguiendo dos líneas de intervención: la regulación de los actores y de los mercados financieros y la supervisión de su funcionamiento, por los mismos bancos centrales u otros órganos de control. La regulación debería “forzar” a las instituciones financieras a asumir comportamientos prudentes en la provisión del crédito, comprobados por la satisfacción de vínculos precisos, formales y estandarizados: coeficientes de reserva obligatoria, coeficientes de adecuación patrimonial, etc. La supervisión debería ir acompañada de la posibilidad de ejercer presiones ulteriores (“*moral suasion*”): una práctica aparentemente *soft*, cuya eficacia depende precisamente de su naturaleza discrecional y flexible.

El elemento de flexibilidad inherente a la supervisión de los operadores y de los mercados financieros constituye un espacio en el cual ejercer la responsabilidad, la inteligencia y la rectitud personal de quien vigila. La autoridad de los órganos, sin embargo, no garantiza la eficacia de la “*moral suasion*”: tales órganos son efectivamente persuasivos respecto de los operadores cuando están dotados de verdadera autoridad y poder (es decir, poder usar “palos” y/o “zanahorias”). La autoridad de supervisión es pues realmente tal, de nombre y de hecho, sólo cuando las circunstancias lo permiten: normalmente, cuando proviene del gobierno nacional y cuando el horizonte de los operadores sobre los que se ejerce la vigilancia es también predominantemente nacional.

Es evidente, entonces, que la globalización financiera ha vaciado de eficacia persuasiva la supervisión nacional sobre los mismos actores nacionales, los cuales operan ya en un horizonte macroregional o mundial. Por otra parte, las finanzas son globales pero hoy no existe

un marco de normas y de políticas realmente “supra-nacionales” que pueda condicionar eficazmente las opciones nacionales de regulación y de supervisión de la actividad financiera. En realidad, la creación de tal marco en un futuro inmediato es muy improbable; en la misma Unión Europea, la arquitectura institucional que permitió la creación de la moneda única prevé que las políticas de regulación, supervisión y de intervención en caso de crisis permanezcan en la esfera de la soberanía de los gobiernos nacionales.

Sin embargo, existen importantes instituciones financieras internacionales que pueden desempeñar la función de supervisión de los mercados globales. Su supervisión es potencialmente más adecuada para captar las señales de crisis globales incipientes; pero, por definición, éstas no disponen de verdadera autoridad si no respecto de aquellos actores que dependen de su posible financiación –normalmente, países financieramente pequeños y frágiles que encuentran difícil el tener acceso a los mercados financieros mundiales. La supervisión internacional de los actores que no dependen del supervisor puede también ser inteligente y proporcionar rápidas sugerencias de política económica, pero no tiene la fuerza ni del palo, ni de la zanahoria. Rara vez podrá ser eficaz en prevenir la acumulación de condiciones de fragilidad financiera en los países que se consideran o son percibidos como “fuertes”; llegado a cierto punto, la fragilidad podrá desembocar en una crisis.

Las dificultades de la supervisión “flexible” de las finanzas globales son un problema serio. La alternativa que queda es la regulación: pero es una alternativa frágil por dos razones. Primera razón: la regulación realmente apremiante es aún la nacional, de la cual es cada vez más fácil escapar si el horizonte de la actividad financiera de los operadores excede las fronteras nacionales. Segunda razón, más profunda: como el préstamo de última instancia, también la reglamentación de los operadores y de los mercados puede a su vez convertirse en una “trampa”. Las reglas formales identificadas “hoy” para evitar que en el futuro se presente una crisis similar a la experimentada “ayer” no sólo pueden resultar inadecuadas, sino incluso contraproducentes. Esto ocurre cuando el apetito por altos rendimientos –que tienden a ser asociados a situaciones de riesgo– empuja a los operadores a innovar en la gama de productos financieros,

creando tipologías contractuales nuevas que no están entre aquellas sujetas a la regulación prudencial. La letra de la regulación es respetada, pero su eficacia se debilita desde adentro. Si el asumir riesgos excesivos no es autolimitado por la prudencia “voluntaria” de los operadores, la excesiva expansión del crédito desembocará en una nueva crisis –que será diferente de las anteriores en sus formas, pero no en la sustancia.

La posibilidad real de prevenir las crisis mediante la sola regulación es por lo tanto muy limitada. Las reglas y los controles sobre los mercados financieros son ciertamente necesarios, pero “estructuralmente” insuficientes; nada puede sustituir a la prudencia humana, la de los actores del mercado y la de las autoridades públicas. En los apartados que siguen se tratará de articular más detenidamente esta “conclusión”; ésta deriva de una atenta consideración de los datos de hecho de esta crisis y de las precedentes, pero en cierto sentido, puede ser vista como un ejemplo de que pueda significar que, sin gratuidad, no puede haber ni mercado (CV, 36) ni justicia (CV, 38).

2. Estados nacionales y finanzas globales: los ciclos de la regulación y de la desregulación financiera

La evidente diferencia entre la dimensión global del problema de la estabilidad financiera y el alcance nacional de los instrumentos de intervención, ya sean éstos preventivos (regulación “de la autoridad”), como posteriores (el préstamo de última instancia podrá sí ser “filtrado” por una institución internacional, pero la creación de liquidez pasa necesariamente por las decisiones de las autoridades monetarias nacionales) configura un interesante dilema. Como el lector reconocerá, es una variante del clásico “dilema del prisionero”.

La estabilidad financiera global es un bien para todos, pero los países individuales –especialmente aquellos avanzados– son fuertemente tentados a llevar a cabo políticas financieras que transformen su mercado financiero en uno más evolucionado e innovativo, es decir, tentados de adoptar regulaciones financieras más blandas. Si este régimen financiero liberal “rinde”, la liberalización será aplicada por un número creciente de países. El sistema financiero global se desarrollará y, al mismo tiempo, estará más expuesto a las crisis de en-

deudamiento excesivo; cuando la crisis tenga lugar, provocará un brusco cambio de tendencia en la orientación de las regulaciones financieras en todos los países, hacia un reforzamiento de las reglas. El esquematismo del dilema presentado no puede dar cuenta de la realidad histórica de modo exhaustivo, pero ciertamente ilumina por qué el siglo XX ha recorrido la parábola entera de la regulación financiera: desde el máximo de libertad a los actores de mercado financiero al máximo de la regulación, hasta el control directo de las autoridades públicas sobre las cuestiones financieras. ¡Y la ha recorrido dos veces!

El siglo XX se abre con un sistema monetario mundial caracterizado por el *Gold Standard*⁴: hasta la crisis los bancos centrales tuvieron las manos atadas en materia de política monetaria, mientras que el sistema financiero privado tenía las manos muy libres en las operaciones internas y, sobre todo, en las internacionales. Con la gran crisis de 1929, casi todos los países se mueven al mismo tiempo hacia una reforma que prevé una pesada regulación del sistema financiero interno, con muchos casos de nacionalización de bancos e instituciones financieras. Los bancos centrales buscan ahora, por un lado, ejercer una gran discrecionalidad en la política monetaria, a menudo, en función de apremiantes objetivos internos de política económica; por el otro, gobernar con decisión un sistema bancario y financiero nacional fuertemente regulado, controlado administrativamente y a veces incluso de propiedad pública. Entre las dos guerras, las finanzas internacionales privadas prácticamente desaparecen y los sistemas financieros asumen características “nacionales” cada vez más específicas; también después de la Segunda Guerra Mundial, la financiación internacional pasa a estar dominada, al menos hasta los años sesenta, por los flujos de préstamos y ayudas intergubernamentales.

El mix “discrecionalidad de las políticas monetarias – regulación de los mercados financieros” caracterizará a muchos países también en la posguerra. Así, los años setenta verán importantes fenómenos de inflación en Europa, y muchos casos de inflación, hiperinflación y crisis monetaria en los países de renta media-baja. El control público de los mercados financieros seguirá para muchos países, incluida Italia, hasta los umbrales de los años noventa, con consecuencias no siempre indeseables: burocratización, pesadez, ineficacia y “captura” por parte de las élites político-económicas del sistema financiero.

Los primeros decenios de la posguerra, aquellos “pre-globalización”, han enseñado que las crisis pueden ocurrir también en presencia de un sistema financiero “enyesado” por la regulación interna, cuando la política monetaria y financiera nacional es encadenada a las exigencias de crecimiento del gasto público, incluidas sus posibles desviaciones (gasto público “como lluvia” para asegurarse el consenso, gastos militares para reforzar el gobierno en ejercicio respecto de los potenciales opositores internos y externos). Las crisis macroeconómicas nacionales de esos años han sido a veces dolorosas, con fuerte desempleo y caída del producto nacional y otras veces han producido largos períodos de inflación (reptante o galopante); la inflación, a su vez, produce pesadas consecuencias reales, quemando el valor de los ahorros en forma similar a lo que ocurre con un colapso de la bolsa, con el agravante de que castiga especialmente a las clases menos favorecidas, cuyos ahorros son a menudo detenidos en forma líquida.

En resumen: la regulación estricta de los mercados financieros no ha producido estabilidad automáticamente, en tanto la discrecionalidad de la política monetaria y financiera se pliega a objetivos incompatibles con ella. Con la globalización financiera, entonces, la eficacia de las regulaciones financieras nacionales ha sufrido un colapso aparentemente irreversible. La posibilidad técnica de realizar transacciones financieras las veinticuatro horas del día, rápidamente y con bajísimos costos de procesamiento de datos y de comunicación, ha creado un espacio financiero transnacional⁵ prácticamente separado de la regulación nacional. El giro cultural de los años noventa, luego, ha ampliado el consenso sobre la liberalización financiera y ha llevado a considerar la regulación financiera nacional como un obstáculo en el crecimiento de ese mercado en el que se depositaba una enorme –y ampliamente injustificada– confianza. La liberalización y la des-regulación de los sistemas financieros hace que los mercados financieros se hallen a finales del siglo XX en una situación similar a aquella de principios de siglo: ya sea por la facilidad con la que las formas de regulación nacional pueden ser superadas, como porque la mayor parte de los países modifican en sentido *liberalizante* sus regulaciones a fin de apoyar la participación de las instituciones financieras nacionales en el *business* más floreciente: las nuevas finanzas

globales, ultra sofisticadas, son aquellas que nunca duermen.

Más correctamente, estaban durmiendo con los ojos abiertos. Hasta el brusco despertar debido a la crisis actual, parecía que el mercado financiero global hubiera encontrado el modo de hacerse cargo eficazmente de muchos problemas nacionales e internacionales: garantizaba una notable remuneración de los ahorros, gracias a la larga fase ascendente de las cotizaciones bursátiles; resolvía el problema de financiación de los déficit en las cuentas con el exterior de países financieramente evolucionados, por ejemplo, el déficit de Estados Unidos; reforzaba simultáneamente las reservas en divisas de los grandes países emergentes y respaldaba su actividad de inversión extranjera a veces realizada mediante “fondos soberanos” (*sovereign wealth funds*).

En la fase actual de la crisis financiera, se registra un nuevo giro hacia el control y la regulación de los mercados financieros. Ésta es la inconfundible dirección de intervención en todos los países: aunque con modalidades distintas de país a país e incluso con algún rasgo de “nacionalismo”, se ha trazado la nueva frontera entre lo público y privado en los mercados financieros, otorgando mayores poderes de intervención directa a las autoridades de política económica y cargando una gran parte de los costos de la crisis sobre los presupuestos públicos.

3. ¿Qué regulación es necesaria para un “buen” funcionamiento de las finanzas globales?

Dos grandes problemas, relacionados entre sí, están el corazón del problema de la gobernanza financiera global: por un lado, la inestabilidad del sistema financiero; por el otro, su evidente inadecuación estructural para apoyar el desarrollo real, haciendo llegar los ahorros a donde podrían ser invertidos, en la producción de bienes y servicios esenciales.

La inestabilidad que caracteriza el funcionamiento del sistema financiero se manifiesta diariamente en la volatilidad, en ciertos aspectos “fisiológica” pero de vez en cuando excesiva, de los procesos y las cotizaciones de las actividades financieras; y, a su vez, se manifiesta a veces en forma aguda, como crisis financiera localizada o “contagiosa”. La preocupación por mitigar la inestabilidad financiera y, si es posible, por prevenir sus manifestaciones agudas es del todo sensata, pero

lamentablemente la percepción de su importancia es muy variable. En estos tiempos, la preocupación por las consecuencias financieras y reales de la crisis global provocada por las dificultades de los préstamos *subprime* domina el debate; como de costumbre, todos redescubrieron repentinamente la peligrosidad de la inestabilidad después de la crisis: ¡un poco tarde!

En las fases de expansión y de “euforia financiera” la inestabilidad de los precios en las actividades es, en efecto, vista con simpatía: ésta constituye la condición material para obtener beneficios en las finanzas. Cuando los precios oscilan, incluso violentamente, pero a lo largo de una tendencia ascendente, no hace falta ser los magos de las finanzas para poder obtener cómodos beneficios, comprando activos financieros a un precio temporalmente bajo, con el objetivo de revenderlos cuando el precio se mueva hacia arriba. En estas fases de gran optimismo se tiende a olvidar el peligro de la inestabilidad, se expande la escala de las operaciones financieras para obtener las mayores ganancias posibles y se construyen exactamente las condiciones de mercado que harán doloroso el momento de la “caída”. Se expande excesivamente el crédito –en primer lugar el crédito “interbancario”, es decir, el intercambio de créditos recíprocos entre instituciones financieras– pero también el crédito al Estado, a las familias y a las empresas. Cuando llegue el momento de la crisis se planteará el coro unánime a favor de una mayor regulación, de una mejor supervisión, de una más cuidadosa coordinación frente a la acción de órganos de vigilancia... exactamente esas medidas que los mismos operadores habían hecho todo lo posible para evitar, en la fase de expansión y de euforia.

Con la crisis, la realidad de la fragilidad financiera que había sido ignorada pasa a ser evidente. Viene el momento de medir las pérdidas, de registrarlas y de distribuir el costo. Alguien inevitablemente pagará: a veces serán los acreedores, otras veces los deudores; o los contribuyentes, si las pérdidas son “socializadas” mediante rescates de categorías particulares de acreedores o de deudores. A pesar de ser “global”, la crisis financiera creará costos localizados, que –dada la ordenación institucional actual– tendrán que, en primer lugar, ser administrados por los gobiernos y las instituciones nacionales.

Precisamente esta conexión entre las crisis y sus consecuencias distributivas, requiere que

la preocupación (intermitente) por la inestabilidad de los mercados sea acompañada por la consideración del segundo problema antes mencionado: la inadecuación estructural del sistema financiero global para apoyar realmente el desarrollo y la participación precisamente de aquellos sujetos que tienen más para ganar con el acceso al crédito –y también, de aquellos sujetos que pueden hacer ganar más a los prestadores. Este segundo problema deriva de la estructura profundamente asimétrica de las finanzas globales y de la realidad de marginación financiera vinculada a ésta. Asimetría y marginación implican en casos extremos la falta de acceso al crédito para personas, empresas y países enteros... lo que significa, imposibilidad de realizar formas de comercio intertemporales tanto beneficiosas para los acreedores y los deudores, como eficaces en la lucha contra la pobreza. Otras veces, asimetría y marginación no excluyen totalmente a los actores débiles del circuito financiero, pero su participación ocurre en condiciones contractuales que cargan sobre ellos la mayor parte del riesgo. En otras palabras, será la parte débil (que puede ser el deudor, como también el pequeño ahorrista) la que tendrá que soportar los costos de la inestabilidad y de las crisis.

Ocuparse de las cuestiones estructurales de la asimetría y la marginación en los mercados financieros no es pues “sólo” un problema de equidad, como resulta en apariencia. En realidad, como en muchas otras circunstancias, la equidad en los mercados financieros no es distinguible de su eficacia y eficiencia. Asimetría y marginación no pueden ser olvidadas, ya que implicaría el fracaso del sistema financiero en alcanzar su objetivo específico: facilitar relaciones de crédito y deuda que transfieran realmente el ahorro a quien desea invertir, que estén basados en la expectativa razonable de que el crédito pueda durar todo el tiempo necesario para la realización de las inversiones; en definitiva, relaciones financieras capaces de resistir la incertidumbre y de generar beneficios concretos a futuro.

Para el “buen” funcionamiento del sistema global, por tanto, debemos considerar de ambos “fracasos” de los mercados financieros: su inestabilidad y su estructura asimétrica. Es necesaria, por un lado, una gobernanza de emergencia, capaz de hacer frente a las crisis en el momento en que se presenten y –en lo posible– de evitar que su costo afecte a las partes más débiles; por otro lado, es necesaria

una gobernanza preventiva y cotidiana, hecha de normas e instituciones destinadas a favorecer que las finanzas internacionales sirvan a su objetivo fundamental, es decir, transferir el ahorro en poder adquisitivo real para las inversiones en el crecimiento y el desarrollo. Las dos cuestiones están interconectadas, porque una buena gobernanza de emergencia tendría que hacerse cargo de los problemas de asimetría y estratificación que caracterizan la estructura del sistema financiero global, a los que la gobernanza cotidiana debería contribuir a aliviar.

4. Las crisis globales: un reconocimiento

Cada crisis es en cierto sentido siempre “nueva”, diferente de las anteriores; por lo tanto, es necesario –cada vez– repensar el tratamiento. En forma similar a lo que sucede en medicina, también en materia económica no se sabe a ciencia cierta si el tratamiento a disposición podrá ser eficaz en la contención de la crisis; no se sabe con certeza qué tantos efectos colaterales negativos se manifestarán, y en qué ámbito. Existen sólo dos certezas: primero, que la inacción no es una alternativa viable; segundo, que –como es sabido– el que hace se equivoca. Al mismo tiempo, es posible identificar un “hilo rojo” que aúna las crisis financieras: todas están precedidas por una fase de expansión excesiva del crédito que, llegado un cierto punto, se interrumpe bruscamente.

Para limitarnos a las crisis financieras de dimensiones internacionales del siglo XX, recordamos algunas ocasiones en las que se observaron oleadas de “euforia financiera” internacional, con rápido crecimiento de los movimientos internacionales de capital, seguidas del brusco vuelco en las expectativas de los operadores y de *hard landing*. Muy rápidamente, se puede empezar recordando la crisis de 1913, que puso fin a la larga fase de expansión del financiamiento (1870-1913) mediante obligaciones de inversiones realizadas en países poco poblados y caracterizados por una gran dotación de recursos naturales –aquellos que podríamos llamar países “emergentes” de aquel tiempo; en poco tiempo, la “Belle époque” cedió el paso al período negro de la Primera Guerra Mundial.

Una segunda fase de expansión del crédito (1919-1929) se centró en la financiación mediante obligaciones de los déficit públicos; esta expansión del mercado obligacionista

fue acompañada por un alza bursátil que, en 1929, se “desinfla” señalando al mundo que se había entrado bruscamente en la primera “gran crisis” global.

La tercera crisis se manifiesta en 1982 y es precedida por una fase (1973-1982) de enorme expansión del crédito bancario internacional, obtenido “reciclando” los excedentes del petróleo mediante formas innovadoras⁶ de finanzas internacionales: préstamos consorcios (*syndicated loans*) en favor de los gobiernos de países “en vías de desarrollo” relativamente prometedores⁷ en términos de capacidad de honrar la deuda. A comienzos de los años ochenta, el alza inesperada de las tasas interbancarias, a las cuales estaban vinculadas las tasas de servicio de la deuda, precipita a algunos países en condiciones de insolvencia y crea pánico entre los grandes bancos prestadores; la masiva “salida” de los inversores de estos productos, precipita en la crisis también a otros países deudores que no tenían inicialmente problemas en el pago de sus deudas.

Un cuarto evento que merece ser recordado no se refiere a un episodio puntual, pero sí a un “racimo” de crisis ocurridas durante los años noventa, el decenio “de la globalización financiera”. En los años entre 1990 y 1997, el generalizado (y en muchos sentidos acrítico) entusiasmo por el “mercado” alimentó una “euforia” que se tradujo en masivos flujos financieros tanto para inversiones, acciones y obligaciones, como para el crédito comercial hacia las nuevas economías “emergentes”: México, hace poco convertido en miembro del NAFTA, pero sobre todo las economías de la zona del sureste asiático. La expansión excesiva del crédito, también en estos casos, derivó en fenómenos de crisis que, inicialmente localizados, “contagiaron” rápidamente la macroregión a la que pertenecía el país-epicentro de la crisis, porque el brusco vuelco en la dirección de los movimientos financieros se extendió también a los países vecinos o relacionados de algún modo.

Ya estos episodios de crisis nos permiten hacer una observación que pone en duda la lectura superficial según la cual, para evitar las crisis, sería necesario “más Estado” y “menos mercado” en las transacciones financieras. No es tan simple, lamentablemente: los protagonistas del surgimiento de estas crisis son los Estados, tanto las instituciones privadas, como los gobiernos. Esta observación se consolida aún más a la luz de las crisis más recientes, y sobre todo de la actual: en ella,

fragilidad financiera y contagio adquieren dimensiones globales: acciones y omisiones del “Estado” y del “mercado” se entrelazan inextricablemente.

El reconocimiento de las crisis globales no estaría completo sin explorar algunos cambios cualitativos en las finanzas que han tenido un enorme impacto cuantitativo, y que explican la crisis de algunas instituciones financieras “evolucionadas” y muy sofisticadas.

La expansión de las finanzas internacionales, a partir de los “euro-mercados” y acelerada por las políticas de liberalización y desregulación de los años noventa se ve acompañada por profundos cambios de tipo cualitativo. Entre los distintos aspectos del cambio, el más relevante es la afirmación del sector de las finanzas llamadas “derivadas” (Beretta, 2000). Durante el formidable crecimiento de los flujos financieros internacionales de ese período, el sector de instrumentos derivados crece exponencialmente. En la práctica, todos los fenómenos de crisis financiera observados en los años noventa –tanto de instituciones financieras individuales, como crisis monetarias y financieras de países o regiones– han presentado una dinámica vinculada a ambos lados a la dinámica de los mercados de instrumentos financieros derivados.⁸

La atracción que los contratos de derivados ejercen sobre los operadores se explica por el hecho de que estos contratos permiten a los operadores explotar el efecto de “nivelado” (*leverage*): los contratos de derivados se pueden suscribir desembolsando inicialmente sólo una fracción de su valor, registrando en el presupuesto sólo los pagos relativos a esta fracción y registrando contablemente la cantidad notional de contratos derivados como una partida fuera de balance, “*off balance sheet*”. Esta práctica contable ha vuelto muy difícil la evaluación del riesgo relacionado con las posiciones financieras tanto de las instituciones financieras particulares, como de los países; en la práctica, nos dimos cuenta del potencial desestabilizador de las finanzas derivadas sólo *a posteriori*, en el transcurso de formas inéditas de crisis financieras.

En el epicentro de esta crisis no hay países frágiles y excesivamente endeudados, sino instituciones financieras “evolucionadas” que sabían utilizar de manera “creativa” e “innovadora” el efecto de palanca, las *Highly Leveraged Institutions*. Podemos recordar, en el pasado reciente, el fracaso de la Barings en 1995, a raíz de operaciones ultra-especulati-

vas efectuadas por un sólo empleado; pero también el colapso del *Hedge Fund* LTCM, en 1998, que podía contar entre los miembros de su consejo administrativo a Robert Merton y Myron Scholes, Premios Nobel 1997, y entre sus clientes a numerosos bancos centrales, incluido el Banco de Italia. La refinada técnica de gestión del riesgo financiero, en definitiva, no es suficiente para evitar las crisis: sobre el futuro pesa una incertidumbre entendida en un sentido “fuerte”, que no se limita a formas de riesgo (imponderables) manejables mediante complejos cálculos probabilísticos. Incluso el cálculo más sofisticado no puede, por definición, responder a acontecimientos imprevistos.

Es curioso que estos episodios de crisis, claras señales de una patología latente en los mercados financieros no hayan, como puede verse, dejado una marca significativa en los comportamientos financieros: hasta la “semana terrible” de la crisis, que se consumó en septiembre del 2008, los operadores financieros continuaron desarrollando y comercializando nuevos productos “estructurados” cada vez más complejos (*structured investment vehicles*, SIV⁹), difundidos según la práctica *originate to distribute*, que consiste en la creación de contratos financieros “primarios” cuyo objetivo predominante es el de constituir la base para la posterior comercialización de productos financieros complejos. También las señales de peligro lanzadas con rapidez por algunas instituciones de vigilancia internacionales fueron ignoradas.

5. Instituciones financieras internacionales y regulación de los mercados: un reconocimiento

Después de haber puesto de manifiesto el “hilo rojo” que vincula los episodios “históricos” de inestabilidad financiera a las formas de crisis típicas de la globalización, es útil hacer un reconocimiento de las instituciones encargadas de la gobernanza financiera global. Existen numerosas instituciones internacionales cuyas tareas están en relación con el funcionamiento del sistema monetario y financiero internacional. Las principales fueron constituidas en un pasado para nada reciente, pero su papel se ha modificado significativamente durante los últimos años; en consecuencia, ha cambiado la “división del trabajo” interna, de modo tal que el marco global presenta tanto casos de superposición

de funciones, como de vacíos institucionales. Las dos instituciones internacionales más importantes en materia de supervisión de los mercados financieros, son el Fondo Monetario Internacional (FMI, creado en 1944) y el Banco de Pagos Internacionales (BPI, creado en el lejano 1930).¹⁰

El Fondo Monetario Internacional, después de haber sido el garante oficial del régimen de cambios fijos de Bretton Woods, se ha encontrado de tanto en tanto como gestor de las intervenciones de emergencia de una situación económica mundial en rápido cambio y, en particular, de las grandes crisis financieras; su capacidad de conceder crédito “condicionado” a países en dificultades financieras, especialmente países emergentes y en transición, ha derivado también en una significativa capacidad para influir en la definición de las políticas internas de estabilización y ajuste estructural de estos países. La condicionalidad es un arma indispensable pero peligrosa, y no han faltado sombras en su aplicación concreta.

Lo que más importa, sin embargo, es que la “vigilancia” del Fondo sobre las políticas macroeconómicas y financieras de sus miembros tiene un impacto fuertemente asimétrico: afecta a quien se ha endeudado con el fondo, pero es prácticamente irrelevante para los países que no se encuentran en la necesidad de solicitarle préstamos, lo que los vuelve autónomamente “dignos de crédito” a los ojos de los mercados financieros internacionales. En la segunda mitad de los años noventa, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial iniciaron y, en consecuencia, reforzaron la *Highly Indebted Poor Countries Initiative* (HIPC), destinada a reducir la magnitud de la deuda externa de los países pobres fuertemente endeudados sobre la base de programas nacionales de reducción de la pobreza.

El Fondo además se comprometió en otras direcciones útiles: la promoción de una mayor transparencia y de *best practice* financiera, la lucha contra la corrupción y el blanqueo de capitales y una mayor asistencia técnica; pero también ha estado en el centro de las discusiones periódicas su utilidad efectiva para el mercado mundial. “*Not even a cat to rescue*”, titulaba *The Economist* en el 2006 un artículo sobre la “desocupación” del FMI frente a la “desaparición” las crisis financieras. Normalmente, la cooperación internacional en materia financiera se inicia o se relanza en ocasiones de crisis, pero el funcionamiento de

las comisiones intergubernamentales o de los comités que se forman tiende a continuar, a veces superponiéndose mutuamente y a veces abriendo a nuevos espacios de colaboración.

Pasamos a la segunda gran institución financiera internacional, mucho menos conocida pero igualmente relevante. El BPI desempeña desde 1930 el papel esencial de proporcionar servicios bancarios a los bancos centrales y de representar un lugar, poco “visible” pero muy relevante, de comparación entre los responsables nacionales de las políticas monetarias y financieras y de maduración de posiciones comunes en materia de regulación y supervisión de los mercados financieros.

El sitio del BPI proporciona una descripción detallada de sus cinco comités que afectan a la estabilidad monetaria y financiera (el *Basel Committee on Banking Supervision*, el *Committee on the Global Financial System*, el *Committee on Payment and Settlement Systems*, el *Markets Committee* y el *Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics*) y de los otros tres ámbitos de cooperación internacional e inter-institucional de los cuales el BPI alberga los secretariados (el *Financial Stability Forum*, la *International Association of Insurance Supervisors* y la *International Association of Deposit Insurers*).¹¹ Por Basilea pasa, por lo tanto, la elaboración de los principios comunes para la supervisión bancaria y la reglamentación financiera que, aunque no sea vinculante, constituyen el estándar de referencia al cual todos los actores nacionales y de mercado se refieren: adoptándolos, en muchos casos, o prefiriendo no adoptarlos, como en el caso de centros *off-shore*, donde operan agentes especializados en jugar según las propias reglas y sin redes de salvamento.

Luego, existen ámbitos de consulta entre las autoridades nacionales responsables de diferentes segmentos del mercado financiero, entre los cuales se encuentran la International Organization of Securities Comissions (IOSCO), la International Association of Insurance Supervisors (IAIS) y el International Accounting Standards Board (IASB). Es preciso subrayar que la naturaleza sectorial del mandato confiado a estos ámbitos de cooperación internacional representa un problema importante en un mercado financiero caracterizado durante los últimos decenios por la progresiva des-especialización de las instituciones financieras, problema que se ha abordado creando un nuevo *Joint Forum*, activo desde 1996.

Para resumir: ni el FMI ni el BPI, en tanto sujetos institucionales, disponen de un mandato formal fuerte en relación con el objetivo de regulación y supervisión del funcionamiento del sistema financiero global. Sin embargo, la cooperación internacional existente se opone a la idea de que este sistema sea del todo anárquico. Además del espacio muy cargado de cooperación “técnica” internacional de carácter intergubernamental antes descrito, hay que recordar la importancia creciente de formas organizativas *sui generis* como los “grupos”, en particular el G7/G8, con sus versiones “ampliadas” como el G20 que se reunió en Washington el 15 de diciembre 2008 y en Londres el 2 de abril 2009.

Precisamente una reunión del G7, en 1998, da inicio al *Financial Stability Forum* (FSF) inmediatamente después de la crisis rusa y el colapso del fondo LTCM. Este foro merece ser destacado porque, a diferencia de otros que se caracterizan por la presencia de “técnicos” –banqueros centrales, reguladores nacionales– tiene una fuerte connotación política que se refleja en la composición de sus miembros: aproximadamente dos tercios¹² de los miembros son representantes de las autoridades monetarias y fiscales¹³ de doce países,¹⁴ el tercio restante se compone de representantes de las grandes organizaciones financieras internacionales, de los organismos internacionales de fijación de los estándares y de comités de expertos de los bancos centrales.¹⁵

A diferencia de otros ámbitos de cooperación financiera internacional, el FSF responde directamente al G7. Esta fuerte *accountability* política, sin embargo, ha mantenido una potencialidad no expresada, al menos hasta el surgimiento de la crisis actual: el trabajo del FSF, aunque ha tocado a tiempo los puntos delicados del sistema financiero (*highly leveraged institutions, offshore financial centers...*) y las deficiencias más agudas del sistema de supervisión y regulación, sólo ha influido ligeramente sobre las opciones de las autoridades nacionales de los países grandes.

En total, la gobernanza global se caracterizó por una fuerte segmentación sectorial, así como geográfica, de los ámbitos de cooperación financiera (Angeloni, 2008, p. 21), con la consecuencia de una escasa eficacia en la supervisión y la reglamentación de las instituciones de mercado que operan a nivel global sobre una pluralidad de productos financieros.

6. Prevenir las crisis: ¿qué se ha aprendido de la experiencia de los últimos decenios?

Las numerosas crisis financieras internacionales antes recordadas han dejado en “herencia” algunas enseñanzas sobre cómo prevenir las crisis que se pueden resumir así: en primer lugar, promover la “transparencia” en el mercado financiero; en segundo lugar, reforzar las políticas (macroeconómicas) nacionales para evitar el endeudamiento excesivo de un país con respecto al resto del mundo; y, en tercer lugar, introducir o reforzar la regulación (microeconómica) del sector financiero.

Con la crisis de deuda de países emergentes en 1982, primer gran acontecimiento de crisis “global”, se toma conciencia de un grave déficit informativo sobre el nivel de endeudamiento exterior de los “deudores soberanos” y se empiezan a recoger y publicar informaciones financieras sobre el endeudamiento “soberano”: informaciones suficientemente agregadas, para no violar la confidencialidad, pero suficientemente oportunas y precisas como para permitir el seguimiento. Es el primer acto de una línea de acción que consiste en fomentar la “transparencia”; lo mucho que queda por hacer, en este campo, es evidente para todos.

Con respecto a las políticas macroeconómicas internas de los países deudores, la segunda palabra clave de los años ochenta es “ajuste estructural”: se refiere, aquí, a las políticas macroeconómicas estrictamente anti-inflacionarias y a las reformas estructurales que luego serán resumidas por el “Consenso de Washington”.¹⁶ Se trata de una versión aplicada a los países emergentes de las indicaciones más genéricas sobre cómo evitar la inestabilidad en los países avanzados, es decir: “*put your house in order*”. También en este caso, se había identificado un punto delicado que se mantuvo prácticamente irresuelto, si se piensa que a la crisis actual no le es ciertamente extraño el excesivo déficit corriente de Estados Unidos con respecto al resto del mundo.

Las crisis en cadena de los años noventa, y en particular la crisis “sorprendente” de los países del sureste asiático en 1997, que implicó a países cuya casa estaba en orden desde el punto de vista macroeconómico, llevaron a la convicción de que era necesario el fortalecimiento “micro” de los sistemas financieros, mediante un adecuado sistema de reglas. Inicialmente, se pensó que la regulación prudencial y la difusión de *best practice* entre los

participantes en el mercado financiero serían necesarios sobre todo para los países emergentes. Sin embargo, después de las crisis de Barings en 1995 y del LTCM en 1998, quedó en claro que el problema de la regulación prudencial estaba lejos de limitarse a los países emergentes. En los centros financieros, el núcleo del problema estaba en la deficiente regulación de las operaciones derivadas y en la operatividad “creativa” de las *Highly Leveraged Institutions*; a éstas se ha dedicado un grupo de trabajo dentro del FMI y del FSE.

El informe del grupo de trabajo FSF sobre “market and institutional Resiliency” destinado a los gobiernos de los países miembros del G7, con fecha del 5 de febrero 2008,¹⁷ por ejemplo, destacaba tanto las causas subyacentes y las debilidades del sistema financiero mundial, como ciertas zonas que necesitan consideración política en vista de la prevención de las crisis. El documento resume seis áreas en las que es necesaria una acción preventiva: reforzamiento del marco de vigilancia y control (en particular se hace referencia a la adecuación patrimonial de las instituciones financieras, a la constitución de adecuados “buffers” de liquidez, a las prácticas de gestión del riesgo, y al tratamiento contable de las actividades financieras “off-balance sheet”); identificación más rigurosa de la práctica OTD, (“*originate to distribute*”) para los derivados, destinada a aumentar la transparencia; replanteamiento del uso y el rol de los “*credit rating*” facilitados por las agencias; fortalecimiento de la transparencia de los mercados; fortalecimiento de la capacidad de acción de los órganos de vigilancia y de regulación en caso de riesgo; fortalecimiento de la capacidad de respuesta de las autoridades en caso de crisis.

Esta lista, que recoge muchos elementos presentes ya en los primeros documentos producidos por el FSF,¹⁸ es sin duda precisa; en cierto sentido, demuestra que sabemos mucho, –al menos en teoría– sobre cómo prevenir las crisis. Al mismo tiempo, debemos constatar una vez más que una correcta lectura de los problemas institucionales irresueltos no ha sido capaz de producir ningún efecto preventivo apreciable.

Es lícito preguntarse por qué no se han dado pasos decisivos en la dirección que habría podido quizá contribuir a contener la crisis actual: la pregunta es central y merece atención, pero sólo recientemente ha sido presentada en forma explícita.¹⁹

7. Las normas y su ambivalencia: una profundización

Entre las tres palabras clave que resumen las líneas de acción para prevenir las crisis, profundizaremos sobre la regulación. Especialmente y en retrospectiva, hoy se detecta un consenso prácticamente unánime alrededor de la idea de que la autorregulación de los mercados financieros es inadecuada. Por otra parte, a la luz de la experiencia, no es razonable esperar automáticamente un papel decisivo a la adopción de códigos de regulación, por dos tipos de razones. Por una doble razón práctica: por un lado, la regulación introducida se ha revelado insuficiente para evitar la repetición de crisis; por otro, algunas de las instituciones cuyos comportamientos están en el origen de la crisis actual ya estaban fuertemente reguladas. Y por una razón fundamental de carácter teórico: las reglas que esperamos sean introducidas *hoy* son lo mejor que se puede hacer sobre la base de lo que nos ha sugerido la experiencia de *ayer*; nadie puede garantizar que estarán a la altura de los problemas de *mañana*. Las reglas diseñadas para prevenir o curar las crisis de ayer presentan dos problemas: primero, muy probablemente no sean adecuadas para hacer frente a los acontecimientos de hoy; segundo, una vez introducido, un sistema de reglas tiende a modificar el comportamiento de los actores de manera tal que las reglas mismas se vuelven sustancialmente ineficaces.²⁰ Ningún diseño institucional es “a prueba de crisis”, especialmente cuando la innovación y el cambio estructural sufren una aceleración.

Además de registrar la posible ineficacia “endógena” de las reglas, es lícito llegar a pensar que éstas puedan ser incluso contraproducentes, induciendo comportamientos especialmente riesgosos o capaces de acentuar la vulnerabilidad del sistema ante las crisis. En el caso de la aplicación de coeficientes de adecuación patrimonial de primera generación (Basilea I), la expansión excesiva del crédito a deudores soberanos se vio favorecida precisamente por el bajo coeficiente que este tipo de préstamos establecía. Por otra parte, una regulación prescriptiva, donde todo lo que no está prohibido es obligatorio, constituye una barrera contra cualquier innovación y cualquier cambio: no sólo contra los cambios potencialmente peligrosos, sino también contra las innovaciones y los cambios deseables.

Una última precaución, en materia de re-

gulación, merece ser recordada: reglas rígidas pueden inducir a comportamientos perversos desde el punto de vista de la estabilidad financiera, especialmente cuando los deudores necesitan del acceso al crédito “a cualquier precio”. Cuanto más asimétrica es la relación, más probable es que la parte financieramente “fuerte” imponga a la parte “débil” formas contractuales que el débil no puede aceptar, aunque se esté asumiendo cargas y riesgos muy por encima de lo que sería prudente desde el punto de vista sistémico.²¹ Se confirma así que la injusticia produce también inestabilidad económica. “La ciencia económica nos dice también que una situación de inseguridad estructural da origen a actitudes antiproductivas y al derroche de recursos humanos” (CV, 32).

En resumen: no bastan normas “perfectas”, escritas de una vez y por todas, para protegerse contra la potencial inestabilidad de los mercados financieros: dada su naturaleza, se trata de enfrentar, cada vez de nuevo, problemas de carácter relacional dentro un marco caracterizado por asimetrías informativas, información incompleta, es decir, incertidumbre en su sentido “fuerte”. Cada generación recibe “de cero” la tarea de diseñar normas e instituciones “justas”.

8. Regular las finanzas es más difícil que regular otras actividades económicas: la cuestión “fisiológica” de la confianza

Los mercados financieros son muy distintos de los de bienes y servicios, intercambios *on the spot* contra pago de dinero; y, en particular, son marcadamente distintos del estereotipo del mercado competitivo en el que predominan las transacciones anónimas. Los contratos incompletos, de los que los contratos financieros son un ejemplo importante, exigen cierta forma de personalización o de confianza. En consecuencia, muchas indicaciones de regulación que tendrían sentido en presencia de mercados estándar pasan a carecer de influencia (o incluso a ser contra-productivas) en los mercados financieros. Para hablar adecuadamente de regulación financiera, es necesario “volver a los principios” (Beretta, 2000), a la cuestión elemental de qué es un contrato financiero. Lo que sigue quiere ser una pequeña contribución en respuesta a la invitación de la *Caritas in Veritate* a volver a la “verdad” de las finanzas: “... se requiere que *las finanzas* [...] tras su mala

utilización, [...] vuelvan a ser *un instrumento encaminado a producir mejor riqueza y desarrollo*. Toda la economía y todas las finanzas [...] deben ser utilizados de manera ética para crear las condiciones adecuadas para el desarrollo del hombre y de los pueblos.” (CV, 65).

Las finanzas son una actividad que consiste en realizar un pacto intemporal, pensado para tener una cierta duración, para “mantenerse” en el tiempo y en la incertidumbre. Un pacto en el que ninguna de las partes posee toda la información relevante. Sobre todo, ambos carecen de certezas sobre lo que el futuro les reservará: sólo pueden actuar en la incertidumbre, sobre la base de sus expectativas, tanto con respecto al futuro del contexto general, como respecto a lo que podrá específicamente sucederle al *partner*. En segundo lugar, la esfera de las finanzas presenta serios problemas de asimetrías informativas que inciden en el proceso por el cual se llega a firmar un contrato financiero que compromete en el tiempo: cada parte dispone de informaciones privadas que a veces no puede y a veces no quiere, revelar a la otra. La conciencia de la presencia de asimetrías informativas hace poco creíble incluso una declaración veraz: cada parte, en efecto, conservará la sospecha de que su contraparte está cediendo al incentivo de mentir o revelar sólo parcialmente, de manera estratégica, su información privada.

Si las finanzas están conformadas por incertidumbre y asimetrías informativas, ¿en qué condiciones es razonable que las partes se comprometan mutuamente en un pacto duradero? ¿En qué se puede basar la confianza mutua y de mercado? Estas preguntas son muy importantes: sin tener en cuenta la dimensión relacional de las finanzas, hecha de tiempo y espacio, es imposible entender los “fracasos” y explorar las posibilidades concretas de gobernar sus procesos.

La relación entre los socios de un contrato financiero no podrá, si no en rarísimas situaciones, ser totalmente confiada a mecanismos impersonales y supone un vínculo fiduciario. No por casualidad la expresión “dar crédito” tiene al menos dos significados: “te presto dinero”, como también “te creo”. Se pueden obtener sustitutos (degradados) de las relaciones de confianza, pero éstos rara vez funcionan y a veces contribuyen a generar fenómenos de crisis; en particular, la regulación formal del contrato financiero puede ser necesaria, pero no podrá ser por sí misma suficiente para crear confianza.

El “crédito” real, especialmente el dirigido a apoyar inversiones productivas y de desarrollo económico, supone vínculos fiduciarios basados en el conocimiento recíproco de quien concede el crédito y de quien lo recibe. Este conocimiento puede ser adquirido mediante interacciones personales reiteradas, para las cuales cierto contacto físico es indispensable. Como alternativa, los informes financieros pueden estar basados en la reputación de las partes; también en este caso, sin embargo, es necesaria la decisión de confiar en quién dice conocer a la contraparte. Por ejemplo, en el gran *boom* del crédito bancario internacional a países “emergentes” de baja renta de los años setenta, entre ellos varios países latinoamericanos, la institución financiera central de los créditos consorcios (*syndicated loans*) era la encargada de recolectar la información sobre el país prestatario, mientras que las otras instituciones adherentes al consorcio intervenían exclusivamente como prestadoras, dando confianza a las valoraciones de la sede central. En tiempos más recientes, el papel de recolector y elaborador de información sobre la fiabilidad de los potenciales deudores fue asumido por las grandes agencias de calificación. Los dos ejemplos se prestan para explicar los peligros inherentes al “mecanismo” de la reputación. El uso mecanicista de la reputación distorsiona los incentivos de las partes y la vuelve una “trampa”: simplifica la fase de concesión del crédito, facilita el excesivo endeudamiento de los deudores cuya calidad se ve sistemáticamente sobreestimada precisamente para favorecer el desarrollo financiero, plantea, en definitiva, las bases para un repentino colapso del *business*²² en su totalidad una vez que la calidad real de la deuda se demuestre mala.

Es muy probable que la adopción de comportamientos mecanicistas en los mercados financieros produzca resultados ineficaces (fracasos del mercado) y genere “irresponsabilidad generalizada”, que se traduce en disponibilidad de los prestadores a asumir sólo posiciones de cercano o muy cercano horizonte. El reducir (en el largo plazo) los pactos financieros personalizados a contratos técnicos y anónimos muestra un problema que es cultural antes que ético; un problema que requiere de un ensanchamiento de la razón humana. “...se ha de recordar que rebajar las culturas a la dimensión tecnológica, aunque puede favorecer la obtención de beneficios a corto plazo, a la larga obstaculiza el enriquecimiento mutuo y las dinámicas de colaboración.” (CV,

32). El acortamiento del horizonte temporal al cual los operadores hacen referencia se ve especialmente acentuado cuando se intenta evitar la dimensión “subjetiva” de la confianza creando un espacio de negociación basado en factores “objetivos”. Algunas de estas prácticas están consolidadas: por ejemplo, la hipoteca sobre la casa como garantía para quien ha concedido el préstamo. La securitización y la negociabilidad de contratos de crédito son formas más recientes y más peligrosas de solución “objetiva” a los problemas de la confianza: presentan peligros (Dembinski, 2009) vinculados tanto al diseño contractual, como al papel de la intermediación financiera.

Empecemos con el diseño contractual: para resolver el problema de la confianza es necesario introducir en el contrato cláusulas destinadas a reforzar el incentivo del deudor a honrar la deuda; por otra parte, es necesario garantizar al acreedor una vía rápida de salida del contrato, en caso de que desee hacerlo. Las cláusulas contractuales dirigidas a hacer menos agudo el problema de la incertidumbre y la confianza mutua producen frecuentemente consecuencias indeseables. Por ejemplo, aplicar tasas de interés altas sobre los préstamos concedidos debería conducir a la exclusión del préstamo a aquellos proyectos cuyo rendimiento esperado no sea suficientemente alto o sea demasiado lejano en el tiempo, es decir, los prestatarios más riesgosos en términos de restitución. Sin embargo, esta cláusula podría terminar sirviendo para seleccionar sólo clientes “malos”, que persiguen proyectos muy arriesgados o que simplemente se encuentran con el agua al cuello y están dispuestos a pagar “cualquier precio” con tal de recibir crédito.

La relación de crédito despersonalizada, “objetiva”, pasa a ser anónima e intercambiable; se “securitiza”, convirtiéndose en un título normalizado, negociable en los mercados. La securitización de las relaciones financieras, en particular, es la premisa indispensable para que un crédito “local” pueda ser objeto de negociación en los mercados financieros internacionales que se caracterizan por su impersonalidad. La fragilidad de la cuestión fiduciaria entre prestador y prestatario se presenta entonces multiplicada por el fenómeno de la intermediación, que por definición “aleja” al deudor del acreedor, con una evidente pérdida de información en el sistema. Esta práctica, pues, es también peligrosa.

En la crisis actual, encontramos abundan-

tes ejemplos de las consecuencias negativas de haber recurrido a formas “mecanicistas” de superación de la cuestión de la confianza. Los ahorristas han delegado sus opciones de cartera a inversores institucionales, confiando en su capacidad de juicio y prestando atención sólo al perfil de los rendimientos. Las remuneraciones de los altos responsables de las funciones de gestión, establecidas en proporción al resultado financiero obtenido, han llevado a comportamientos dirigidos a obtener resultados en un horizonte temporal cercano. El cálculo de los resultados financieros mediante la práctica del *mark to market* puso en segundo plano a las evaluaciones prudentiales y distorsionó los incentivos del *risk management* de las empresas. Las agencias de calificación han contribuido a difundir un superficial sentido de seguridad...

En conclusión: regular las finanzas para prevenir las crisis es necesario; pero no es suficiente. La cuestión económica de una confianza razonable y no fideista no puede ser eludida.

9. La “patología” de los mercados financieros en forma aguda: la crisis y su tratamiento

Dos simples constataciones sobre las crisis y sus curas. En primer lugar, los instrumentos de “prevención” de las crisis bancarias y financieras –regulación y supervisión– son sin duda necesarios, pero han demostrado ser sistemáticamente insuficientes para evitar las crisis. Cuando la crisis se manifiesta, es, por definición, demasiado tarde para las políticas de prevención; sólo se puede intervenir para repartir de otra forma los costos que la crisis genera: entre el sector público y el privado, entre contribuyentes y sectores directamente afectados, entre países acreedores y deudores... En segundo lugar, el “tratamiento” de las crisis financieras suele terminar descargando los costos también en sujetos no culpables. En otras palabras, la prevención tiene problemas de eficacia y la gestión de las crisis problemas de equidad: problemas que se mezclan entre sí.

La crisis sistémica 2007-2008 ilustra de manera clara la complejidad y la interrelación temporal entre problemas de prevención y problemas de gestión de crisis. Iniciada en la primavera del 2007 y en forma “localizada” en el mercado de los préstamos *subprime* de los Estados Unidos, la actual crisis ha teni-

do una gestación inusualmente larga, que en varias ocasiones había hecho pensar que “lo peor había pasado”, hasta la crisis de Lehman Brothers, en el otoño del 2008. La larga gestación de la crisis de las hipotecas *subprime*, antes de su explosión, no fue casual: la escasa transparencia de los productos estructurados afectó no sólo al cliente final, sino también a las mismas instituciones financieras que estaban intermediando.²³ La distancia (geográfica, pero sobre todo relacional) entre el punto de origen de la relación financiera y el propietario final del riesgo de insolvencia correspondiente, resultó difícil incluso para su reconstrucción; el recurrir en forma exagerada a la palanca financiera multiplicó no sólo el rendimiento esperado, sino también el riesgo. Puede parecer paradójico que las grandes instituciones financieras “no supieran” lo realmente arriesgada que su posición era, descubriéndolo con la crisis ya ocurrida, cuando ya era demasiado tarde para remediarla; sin embargo, se trata, en cada caso, de una ignorancia muy significativa. El “no saber” refleja un uso acrítico del mecanismo reputacional como sustituto de la confianza; la nivelación superficial de cada operador a las opiniones medias “del mercado”, incorporadas en las evaluaciones de las agencias de calificación; la práctica de evaluar el propio patrimonio en referencia a las cotizaciones corrientes de mercado (“*Mark to market*”) sin preguntarse en qué medida esas cotizaciones están en línea con la realidad. Pero la realidad no se desmiente: al final se muestra por lo que es.

La crisis actual presenta la característica interrupción del crédito tras una larga fase de euforia financiera, aunque también hay elementos novedosos. El Informe Anual del Banco de Regulación Internacional²⁴ ya en junio del 2008, cuando la crisis “estaba en el aire”, pero aún no había estallado, indicaba tres peligrosas novedades: la aplicación inapropiada del modelo “*originate to distribute*” en el sector de los préstamos inmobiliarios; la importancia creciente de productos estructurados innovadores, fuertemente apoyados por las evaluaciones de las agencias de calificación; el denso recurso a los instrumentos financieros “fuera del balance” por parte de bancos que querían incluir la cantidad de capital requerido por los requisitos de adecuación patrimonial. Como puede verse, un diagnóstico en sintonía con las ya recordadas líneas de acción del FSF de febrero del 2008,

que proponía una regulación más estricta de los mercados y de las instituciones financieras en referencia a los tres factores específicos de crisis.

Sin embargo, centrarse “técnicamente” sobre los puntos débiles individuales no fue suficiente. Ya en los primeros meses del 2008, por ejemplo, las autoridades de regulación de diferentes países tenían razón al alentar a los bancos en dificultades a recapitalizarse –cosa que ha sido a veces posible gracias a la intervención de *sovereign wealth funds* extranjeros²⁵– a aumentar su grado de transparencia, sobre todo en el presupuesto y a mejorar sus criterios de concesión del crédito y de utilización de los productos estructurados. Cuando una pluralidad de instituciones se encuentra expuesta al mismo tipo de riesgo, intervenir en cada institución no basta para prevenir las crisis. El impacto sistémico de operaciones de recapitalización puede, al contrario, ser contraproducente: la dificultad en encontrar con urgencia nuevas entradas de capital ha llevado, de hecho, en los meses de septiembre y octubre del 2008, a la necesidad de una masiva participación del sector público en el “rescate” de las instituciones financieras en crisis. Instituciones a menudo “*too big to fail*”, pero en determinados casos “*too big to rescue*”, como en el caso de Islandia.

La mejora de la regulación financiera (micro) debe ir de la mano con la preocupación por la estabilidad sistémica, que considera también las interconexiones entre instituciones financieras; y con una política macroeconómica que resista activamente a la tendencia de los mercados financieros a comportarse de una manera “pro cíclica”, expandiéndose en las fases expansivas e implorionando en momentos de crisis. El uso “contra cíclico” de la política macroeconómica en las fases de euforia es, sin embargo, impopular y exige cierto valor.

10. La patología “crónica”: el mercado financiero no desempeña su función de puente entre presente y futuro

Las preguntas que hoy se sienten con mayor insistencia son: ¿cómo salir de esta crisis financiera? ¿Cómo evitar las próximas? Se escucha mucho menos otra pregunta, de mayor profundidad: ¿Qué instituciones financieras “justas” podemos contribuir a construir? Se trata de una pregunta sin duda relacionada con las anteriores: si quién otorga crédito bus-

ca “buenos” proyectos para financiar (y la evaluación no podrá ser mecanicista...), las crisis sistémicas pasan a ser menos probables.

Podemos intentar algunas respuestas. En primer lugar, es necesario considerar en modo realista que la construcción de las instituciones y de las reglas es un proceso perpetuamente en curso, abierto, “imperfecto” por definición, a desarrollar según el principio de subsidiariedad. La complejidad y la incertidumbre hacen los acercamientos “*top down*” de la gobernanza menos eficaces (y quizás también menos justos) que los enfoques “desde abajo” que valoricen comportamientos creativos, responsables y solidarios. Las instituciones “justas” no pueden surgir y no pueden funcionar sin un consenso moral sobre los valores humanos fundamentales, que hay que defender aun a costa de sacrificios.

En segundo lugar, como toda realidad humana, la realidad de las finanzas es profundamente ambivalente: no hay que repudiarla ni idolatrarla; sobre todo, hay que hacer el esfuerzo de comprenderla en su verdad. En su sustancia última, es una relación de “crédito”, un pacto destinado a soportar el paso del tiempo –o a fracasar, causando una pequeña crisis– pero cuando las relaciones financieras pasan a ser anónimas y se basan autoreferencialmente en los movimientos del “mercado”, fácilmente la crisis pasa a ser sistémica. Aunque todo conspira para convencernos de que las finanzas son sólo “mecanismos anónimos” y para acotar al corto plazo el horizonte de nuestras decisiones financieras, es preciso resistir. Una resistencia, por sobre todo, cultural: los ahorristas deben tratar de entender y de elegir conscientemente el uso de su ahorro; lo mismo para los promotores financieros, y así sucesivamente hasta los actores sistémicos. Para que las finanzas puedan funcionar como un puente sólido entre el presente y el futuro, realizando instrumentos de finanzas “racionales”, es necesario desenmascarar y luchar contra las “instituciones de pecado” que anidan en las finanzas, es decir, la búsqueda exacerbada del beneficio y del poder a toda costa: tanto en el mercado, como en las instituciones de supervisión y regulación. Son instituciones de pecado en el sentido literal, no moralizante: reducen el objetivo mismo de las finanzas y traicionan su función.

En tercer lugar, hacen falta intervenciones “educativas” que lleven a comportamientos creativos, responsables y solidarios, o, al menos, a evitar comportamientos claramente

te peligrosos. Por ejemplo, es necesaria una educación que se extienda a la prudencia en el acceso al crédito para el consumo en las fases de *boom* y a ver el peligro inherente en la inclusión de productos complejos, de alto riesgo, en las carteras de los ahorristas. También se necesitan intervenciones de educación especializada. Sobre todo, quién forma a los jóvenes para ser expertos en finanzas, debe enseñar no sólo todas las técnicas más refinadas, por muy útiles, sino también preguntarse sobre las palabras radicales que no pueden ser separadas de las decisiones financieras: confianza, esperanza, prudencia, coraje, todas palabras impregnadas de ética. Las “finanzas éticas” corren el riesgo de ser relegadas a ocupar un segmento especializado dentro de las finanzas; en cambio, unas finanzas realmente éticas son las que asumen la tarea de sostener la inversión a futuro. “Los bancos proponen cuentas y fondos de inversión llamados ‘éticos’. Se desarrolla una ‘finanza ética’, sobre todo mediante el microcrédito y, más en general, la microfinanciación. Dichos procesos son apreciados y merecen un amplio apoyo [...]. Conviene, sin embargo, elaborar un criterio de discernimiento válido, pues se nota un cierto abuso del adjetivo ‘ético’ [...]. Conviene esforzarse –la observación aquí es esencial– no sólo para que surjan sectores o segmentos ‘éticos’ de la economía o de las finanzas, sino para que toda la economía y las finanzas sean éticas y lo sean no por una etiqueta externa, sino por el respeto de exigencias intrínsecas de su propia naturaleza” (CV, 45).

Traducción del italiano: Violeta Micheloni

¹ Una interesante explicación de la reaparición de las crisis data de esa idea de Minsky (véase Minsky, H. (1978), *The Financial Instability Hypothesis: A restatement*, Thames Papers on Political Economy, Londres), según la cual la inestabilidad financiera tiene un componente endógeno: la competencia entre grandes actores los induce a ampliar su oferta de productos, incluyendo en el sistema a operadores más arriesgados. Este comportamiento aumenta “endógenamente” la fragilidad financiera sistémica.

² Todos recordarán las fotografías de las filas frente a las ventanillas de la Northern Rock, antes de su nacionalización en febrero 2008.

³ Las grandes instituciones (o países) emisoras, en particular, pueden considerar que la calidad de su reputación y la escala de sus actividades son tan ele-

vadas que las vuelven prácticamente “too big to fail”. En este caso, el azar moral es enorme.

⁴ El *Gold Standard* prevé el compromiso, por parte de los bancos centrales nacionales, a preservar la convertibilidad en oro de la propia moneda legal a un tipo de cambio establecido con antelación.

⁵ Este mercado existía en germen ya en los años sesenta (el mercado de “eurodólar”); al crecer en tamaño y en eficiencia, ha vaciado de eficacia práctica a la regulación financiera nacional.

⁶ El aspecto innovador de estos fondos consistía en su estructura contractual: préstamos formalmente a corto plazo (para atraer prestadores con una fuerte preferencia por la liquidez), tácitamente renovables a tipos de interés predeterminadas en su fórmula (LIBOR+*spread*), pero no en el nivel, más o menos virtuosos.

⁷ A menudo, los tomadores de crédito eran países petrolíferos, de los cuales se esperaba que las ventas del crudo pudieran cubrir fácilmente la restitución de las tasas al vencimiento.

⁸ Es el caso de la crisis mexicana de 1994, como es analizado en Beretta, op. Cit.

⁹ En los SIV, los elementos de riesgo del contrato original son disociados, desintegrados y recompuestos en una pluralidad de nuevos productos financieros que se comercializan. Ya que no es fácil localizar el contrato original de cada nuevo SIV, se distorsiona la percepción del riesgo de quien adquiere un SIV: éste lleva el nombre de instituciones financieras de excelente reputación y es muy probable que quien lo suscriba subestime el riesgo. Si quien “generó” el SIV fue prudente, no hay problema, pero hay que recordar tanto la fragilidad endógena de los mercados, como el azar moral de los operadores que consideran que pueden recibir un préstamo de última instancia.

¹⁰ Los sitios oficiales de estas instituciones (www.imf.org; www.bis.org) ofrecen breves pero eficaces informes sobre su historia y sus funciones actuales. A ellos se remita el lector interesado.

¹¹ <http://www.bis.org/stability.htm>

¹² Precisamente, 27 sobre 24. Véase <http://www.fsforum.org/about/overview.htm>

¹³ Por ejemplo, para Italia participan: el Banco de Italia, el Instituto para la Supervisión de los Seguros Privados y de Interés Colectivo (ISVAP), la Comisión Nacional para las Empresas y la Bolsa (CONSOB) y el Ministerio de Economía y Finanzas.

¹⁴ Australia, Canadá, Francia, Alemania, Hong Kong, Italia, Japón, Holanda, Singapur, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos, más el Banco Central Europeo (ECB).

¹⁵ Las organizaciones internacionales son: el BIS, el Banco Mundial, el FMI y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. Los orga-

nismos que fijan los estándares son: el Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), Committee on the Global Financial System (CGFS), Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), International Association of Insurance Supervisors (IAIS), International Accounting Standards Board (IASB), International Organization of Securities Commissions (IOSCO), International Association of Deposit Insurers (IADI). Los comités de expertos de los bancos centrales son: Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) e Committee on the Global Financial System (CGFS).

¹⁶ El suceso de las crisis financieras de los años noventa (México, Indonesia, Sudeste Asiático, Rusia, Turquía, Argentina...) por un lado demandó un gran compromiso financiero de parte del FMI y, por el otro, acentuó la preocupación de que la garantía implícitamente ofrecida a países “*too big to fail*”, pudiera contribuir a su endeudamiento excesivo (azar moral). En aquellos años, se debatía la posibilidad de involucrar al sector privado en la prevención y en la gestión de las crisis financieras (*bailing in the private sector*), de modo tal de reducir al menos el azar moral de los prestadores, que de lo contrario habrían puesto excesiva confianza en el FMI, prestador de última instancia *sui generis*; pero no se hicieron pasos concretos en esa dirección.

¹⁷ FSF Working Group on Market and Institutional Resilience, Interim Report to the G7 Finance Ministers and Central Bank Governors, 5 February 2008, www.fsforum.org. Véase también el Informe Final de abril de 2008 que para cada línea de acción propone contenidos específicos y una fecha de aplicación: http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf.

¹⁸ http://www.fsforum.org/publications/on_9909.pdf. Se trata del documento: FSF, *Ongoing and Recent Work Relevant to Strengthening Financial Systems*, 6 Septiembre 1999.

¹⁹ Véase *The Economist* (2009), “The Curse of Politics”, Economics focus, Apr 16th, y el estudio reciente en el citado sobre los condicionamientos concretos a las decisiones de intervención en los mercados financieros: Swagel, P. (2009), *The Financial Crisis: An Inside View*, Brookings Papers on Economic Activity Primavera 2009, Borrador de conferencia.

²⁰ A propósito de políticas “endógenamente ineficaces”, véase Goodhart, C. A. E. (1994), *Moneta, informazione e incertezza*, Il Mulino, Bolonia.

²¹ La crisis actual confirma que la asimetría y la marginalización en los mercados financieros aumentan la fragilidad sistémica. Por la crisis de un mercado ultra-periférico –aquel de los préstamos *subprime*– se desató una crisis global.

²² En efecto, como ocurre normalmente en los mercados financieros basados en la confianza y en las expectativas, en la crisis estuvieron involucrados tanto

los deudores insolventes como aquellos que hubieran sido capaces de honrar su deuda en ausencia de la crisis.

²³ Con mercados siempre más integrados y productos siempre más complejos, la gran escala operativa de las instituciones financieras pasa a ser un elemento crucial de eficacia y competencia. Fusiones, adquisiciones y privatización reagrupan a los mercados financieros y favorecen la des-especialización de los grandes operadores; en particular los grandes bancos comerciales desempeñan al mismo tiempo funciones de bancos de inversión, de aseguración, de gestión de fondos de pensiones y fondos comunes de inversión. Véase De Grauwe, P. (2009), *Improving the Governance of the Eurosystem*, ASERI Series on “Global Governance in a Plural World”, Vita e Pensiero, Milán (próximamente).

²⁴ BRI, 78esima Relazione Annuale, Basilea, junio 2008, www.bis.org

²⁵ Unctad, World Investment Report, 2008, www.unctad.orgPremise

The Models for Regulating Financial Markets: the Encyclical’s Message

After the “gloomy week” in which we witnessed the bankruptcy of Lehman Brothers and the following busy actions of public intervention, today we know that the global financial crisis is a fact, and not a distant fear. Some talk about the end of capitalism “as we know it”; others see the crisis as a potentially healthy shock, which forces us to pay attention to the things that really matter; at the same time, some still cynically believe that the world is moved only by the desire for benefit and power. We are aware that the features of the financial markets will have changed deeply when they regain their “normal” operations: once more, the boundaries between “public” and “private” will have moved.

The new rules of the financial system will redistribute the costs of the crisis in ways difficult to define today, in periods of time and between certain subjects: debtors, creditors, taxpayers, etc., as well as among many people and companies which can not be held responsible for the crisis. The previous crisis taught us that the weakest subjects are the ones who will probably suffer more

from these costs. It is therefore necessary to awaken the concern for justice, which seems only incidental compared with the concern for the system's stability. The desire to create financial institutions which are able to achieve their objective, that is, to bear the necessary investment for the comprehensive development of "the whole man and of all men" –quoting the *Populorum Progressio*–, can and must give life to the process of making it through the current crisis from the inside out. Building institutions of "justice" inside the financial sphere is a never-ending effort and each generation is called to do so. This essential aspect is repeated in three Encyclicals by Benedict XVI. "Building a just social and civil order, wherein each person receives what is his or her due, is an essential task which every generation must take up anew" (*Deus Caritas Est*, 28).

"The right state of human affairs, the moral well-being of the world can never be guaranteed simply through structures alone, however good they are. Such structures are not only important, but necessary; yet [...] Even the best structures function only when the community is animated by convictions capable of motivating people to assent freely to the social order" (*Spe Salvi*, 24).

"In the course of history, it was often maintained that the creation of institutions was sufficient to guarantee the fulfilment of humanity's right to development. [...] In reality, institutions by themselves are not enough, because integral human development is primarily a vocation, and therefore it involves a free assumption of responsibility in solidarity on the part of everyone" (*CV*, 11). "Only a humanism open to the Absolute can guide us in the promotion and building of forms of social and civic life –structures, institutions, culture and *ethos*– and [...] in the ceaseless pursuit of a just ordering of human affairs" (*CV*, 78).

Human labor aimed at constructing social rules and institutions of justice, when opened to the Absolute, can sometimes surprise us because it is an unpredictable and human accomplishment. Benedict XVI's speech at the Collège des Bernardins (Paris, 12 September 2008) reminds us about the unbelievable power of positive construction which, not previously programmed, flourishes on the solid certainty of the daily work of those who look tenaciously and day after day for what is essential. This construction took place

in hard times (politics, economics and the society where monks lived in the Middle Ages were not particularly better than today), and was accomplished by "normal" people (I see no reason to believe that men of those times were more talented than men of today). In this construction, it was difficult to isolate the individual genius of each person, because it was the common work of people united –even physically– around monasteries, places where "looking for God" was the concrete meaning of daily life. Without the *ora et labora* of a creative minority as were monks, Europe's technological, cultural and economic development would remain unexplained. This development was not programmed, but practiced every day and implied the coincidence of path and fate.

"Amid the confusion of the times, in which nothing seemed permanent, they wanted to do the essential – to make an effort to find what was perennially valid and lasting, life itself [...]; they were seeking the definitive behind the provisional. [...] Human work and shaping of history is understood as sharing in the work of the Creator, and must be evaluated in those terms. Where such evaluation is lacking, where man arrogates to himself the status of god-like creator, his shaping of the world can quickly turn into destruction of the world" (Benedict XVI, 12 September 2008).

The crisis of the so-called "creative" finances is a concrete example of how not respecting the measures of things that are really permanent can lead the human construction to its downfall. Should we see in the absence of these "measures" the explanation of the current situation? The disastrous consequences of walking proudly along the path of absolute self-referentiality in financial initiative are clear to all of us. This statement can also be applied to the risks of destruction (of the environment, of the quality of products and the quality of social relationships) which are inherent in any economic initiative that finds its basis exclusively on the desire for power and for obtaining profit quickly and at any cost. "Without truth, without trust and love for what is true, [...] social action ends up serving private interests and the logic of power, resulting in social fragmentation" (*CV*, 5).

1. Financial Markets: Crises and the Specific Possibilities of Their Government

Finances and crises form an unbreakable couple. The history of finances, its rules and institutions, can be represented broadly as a net of crises¹ and innovations: either market innovations or institutional innovations, the latter are usually introduced as an emergency in order to put a remedy to the bank and financial crises and, if possible, in order to prevent them.²

Financial crises are not born with national states, as demonstrated by the rash stories of bankers of the Middle Ages. However, as a result of the birth of national states, crises have become more complex, not only because of the variety of agents involved, but also because of the range of the connections. The different experiences of nations, in different times and ways, enabled the creation of the institutions that are still in charge today of supervising financial institutions and of handling, in each situation, the consequences of the various crises: central banks. Having gained the monopoly on issuing legal paper money, central banks were able to provide “last resort” loans in crisis situations, in order to fund “healthy” banks which had to deal with the pressing demand for liquidity from the public. This is a characteristic situation in moments of financial panic, visualized in the “bank runs” which are present in our historical memory, as well as in recent documents.³

The lender of last resort has been appointed to stop financial crises from spreading, that is, to respond to the need to avoid “localized” crises in one or a few insolvent financial institutions from finally dragging the whole financial system. This is not an easy task. On the one hand, the lender of last resort has to provide actual support to the financial system, not only by putting at its disposal the amount of money that is necessary in times of crisis, but also by reporting its actions publicly so as to withdraw “panic”. On the other hand, this role must be performed avoiding, as much as possible, “moral chance” situations, which imply that financial institutions are encouraged to assume excessively careless behavior precisely because they know there is a rescue net.⁴

Bagehot wrote in 1873 highly topical pages about the “trap” for the lender of last resort.⁵ Essentially, he states that preventing financial crises is better than solving them. In order to

do this, national states prepared themselves –according to different action methods– by following two ways of intervention: the regulation of the agents and financial markets involved and the supervision of their performance in the hands of central banks themselves or other control organizations. This regulation should “force” financial institutions to assume a reasonable behavior when providing loans. This should be confirmed by the satisfaction of precise, formal and standardized bonds: obligatory reserve coefficients, capital adequacy coefficients, etc. Supervision should go along with the possibility to exert subsequent influence (“moral suasion”): an apparently soft practice that needs discretion and flexibility in order to be effective.

The flexibility that is necessary when supervising agents and financial markets represents an area in which to practice responsibility, intelligence and the personal rectitude of the individual in charge. The authority of the entities, however, does not guarantee the effectiveness of “moral suasion”: such entities are effectively persuasive as regards the agents when they have real authority and power (that is, when they can use “sticks” and/or “carrots”). The supervising authority is such, in name and reality, only when the circumstances allow it to be: normally, when it comes from the national government and when the range of agents receiving this control is also predominantly national.

It is therefore clear that financial globalization has removed the persuasive effectiveness of national supervision over national agents, who already operate in a macroregional or global scale. On the other hand, finances are global but, today, there is no real “supranational” frame of rules and policies that can effectively determine the national options for the regulation and supervision of the financial activity. In fact, the creation of such frame in the near future is very unlikely; in the European Union itself, the institutional architecture that allowed the creation of a unique currency expects the policies of regulation, supervision and intervention in crisis situations to remain inside each government’s national sovereignty.

However, there are international financial institutions that can supervise global markets. Their supervision is potentially more suitable in order to perceive the signs of incipient global

crises; but they only have real authority over those agents who depend upon their possible funding –generally, financially small and fragile countries who find it difficult to access global financial markets. The international supervision of agents who do not depend on the supervisor can also be an intelligent option and provide quick suggestions on economic policy, but it has neither the strength of the stick nor of the carrot. It will rarely be able to prevent the accumulation of conditions of financial weakness in countries considered or perceived as “strong”; when it gets to a certain point, this weakness will end up in crisis.

The difficulties of the “flexible” supervision of global finances represent a serious problem. The only alternative left is regulation. However, this is a fragile alternative as well, because of two main reasons. The first reason is that the most pressing regulation is still the national one, and it is the easiest one to escape from if the scope of the financial activity of operators exceeds national frontiers. The second and most important reason is that, as the last resort loan, the regulation of operators and markets can also become a “trap”. The formal rules identified “today” in order to avoid a crisis as the one witnessed “yesterday” from taking place in the future can end up being not only unsuitable, but also counterproductive. This happens when the desire for high yields –which tend to be associated with risk situations– pushes operators to innovate in the range of financial products, creating new contract types which are beyond reasonable regulation. The letter of the regulation is respected, but its effectiveness is weakened from inside. If the operators’ “voluntary” prudence does not keep them from taking excessive risks, the loan’s excessive growth will result in a new crisis –which will differ from the previous ones in its form, but not in its substance.

The real possibility of preventing crises throughout mere regulation is therefore very limited. Rules and controls over financial markets are certainly necessary, but “structurally” they are not enough; nothing can replace human prudence, that of market agents and of public authorities. In the following sections, we will try to analyze this “conclusion” more thoroughly. It comes from a close consideration of the facts of this crisis and the previous ones, but somehow it can be seen as an example of the idea that without gratuity, there is no market (*CV*, 36) and there is no justice (*CV*, 38).

2. National States and Global Finances: Cycles of Financial Regulation and Deregulation

The obvious difference between the global dimension of the problem of financial stability and the national scope of the intervention instruments, either preventive instruments (regulation “of the authority”) or instruments applied later (the last resort loan will indeed be able to be “filtered” by an international institution, but the creation of liquidity is necessarily a result of the decisions of national monetary authorities), shapes an interesting dilemma. The reader will recognize in this a variant of the classic “prisoner’s dilemma”.

Global financial stability is good for everyone, but individual countries –especially advanced countries– are strongly tempted to carry out financial policies that transform their financial market in a more evolved and innovative one. In other words, they are tempted to adopt softer financial regulations. If this liberal financial system “yields”, liberalization will be applied in a growing number of countries. The global financial system will develop and, at the same time, it will be more exposed to crises of excessive debt. When the crisis takes place, it will cause a sudden tendency change in the orientation of financial regulations in every country, towards a reinforcement of the rules. The simplification of the dilemma presented cannot thoroughly show historical reality, but it certainly demonstrates why the 20th century has gone through the whole parabola of financial regulation: from the greatest freedom of the agents of the financial market at the maximum regulation, to direct control of public authorities over financial matters. And it has gone through it twice!

The 20th century opened with a global monetary system characterized by the “Gold Standard”⁶: before the crisis, central banks had their hands tied in monetary policy, whereas the private financial system managed internal operations and, above all, international operations freely. With the great crisis of 1929, almost every country moved at once towards a reform that expected a strong regulation of the internal financial system, with many cases of nationalization of banks and financial institutions. Back then, central banks wanted, on the one hand, to be discretionary in monetary policy, usually in response to pressing internal objectives for economic policy; on the other hand,

they wanted to govern a national banking and financial system which was strongly regulated, bureaucratically controlled and sometimes even of public property. Between the two wars, private international finances practically disappeared and financial systems became more specific on a “national” level; also, after World War II, international finance ended up in the hands of lending flows and intergovernmental aids, at least until the 60s.

The combination of “discretion in monetary policies and regulation of the financial markets” characterized many countries in the postwar period as well. The 60s witnessed important inflation phenomena in Europe, and many cases of inflation, hyperinflation and monetary crisis in middle or low-income countries. Public control of financial markets continued in many countries, including Italy, until the threshold of the 90s, with some not always unwanted consequences: bureaucratization, heaviness, inefficiency and the “capture” of the financial system in the hands of political-economic elites.

The first decades of the postwar period, the “pre-globalization” years, have shown that crises can take place even with a financial system that is “plastered” by internal regulation, when national monetary and financial policy is chained to the demands for public expenditure growth, including its possible deviations (public expenditure “as hail” in order to ensure agreement; military expenditure in order to strengthen the regular government against potential internal and external opposition). The national macroeconomic crises of those years were sometimes painful, with high levels of unemployment and the fall of the national product, and sometimes they produced long periods of galloping or creeping inflation. Inflation, at the same time, had severe real consequences, reducing the value of savings in a similar way to what happens in a stock market collapse. What made it worse was that it affected especially the less favored classes, whose savings were usually liquidated and brought to a halt.

To sum up, strict regulation of financial markets did not produce stability automatically, because the discretion in monetary and financial policy followed objectives which were not compatible with it. Therefore, with financial globalization, the efficiency of national financial regulations suffered an

apparently irreversible collapse. The technical possibility to make financial transactions quickly, with very low costs of data processing and communication 24 hours a day, built a transnational⁷ financial area which was practically separate from national regulation. The cultural change of the 90s extended the agreement on financial liberalization and led to consider national financial regulation as an obstacle in the development of that market in which an enormous –and unjustified– amount of trust was placed. As a result of the liberalization and deregulation of the financial systems, at the end of the 20th century financial markets were in a similar situation to that of the beginning of the century: either because the forms of national regulation could be easily avoided, or because most countries modified their regulations in a liberal direction in order to support the participation of national financial institutions in the most thriving business: the new global finances, highly sophisticated, were those that never slept.

More accurately, they were sleeping with their eyes open. Before the sudden awakening caused by the current crisis, it seemed as if the global financial market had discovered the way to handle effectively many national and international problems. It guaranteed an outstanding remuneration of savings, thanks to the long upward phase of stock market quotes; it solved the problem of funding deficits in external accounts in financially developed countries –for example, the deficit in the US; it simultaneously strengthened the currency reserves of great emerging countries and it supported their activities of foreign investment, sometimes carried out through sovereign wealth funds.

In the current phase of the financial crisis, we witness a new change of direction towards control and regulation of financial markets. It is the unmistakable direction of intervention in every country. Even though it has happened in different ways in each country and even with some “nationalist” features, a new limit has been drawn between the public and the private sectors in financial markets, thus giving more power of direct intervention to the economic policy authorities and charging part of the costs of the crisis on public budgets.

3. What Kind of Regulation Is Necessary for the Global Finances to Work “Properly”?

There are two related problems in the heart of the issue of global financial government: on the one hand, the financial system’s instability; on the other hand, its obvious structural inadequacy to support real development in order to allocate savings were they could be invested, in the production of essential goods and services.

The instability of the financial system is daily visible in the unpredictability –in a way “physiological” but sometimes excessive– of the processes and prices of financial activities. At the same time, it becomes obvious in certain occasions as localized or “contagious” financial crises. The concern for mitigating financial instability and, if possible, for preventing its visible effects is really reasonable, but unfortunately the perception of its importance is not always the same. Nowadays, the concern for the financial and real consequences of the global crisis caused by the problems with subprime lending is the topic under debate; as usual, everybody suddenly rediscovered the risks of instability after the crisis – a bit too late!

During the periods of growth and “financial euphoria”, the instability of prices in the activities is in fact seen with friendly eyes –it represents the material condition for obtaining profits in finances. When prices fluctuate, even violently, though in an upward tendency, there is no need to be an expert in finances to obtain comfortable profits by buying financial assets at a temporarily low price, with the aim of selling them off when the price goes up. During these periods of great optimism, people tend to forget about the risks of instability; the scale of financial operations spreads out in order to obtain the highest possible profits and market conditions are built that will turn the “fall” into a more painful event. Loans grow excessively: first “interbank” loans –the exchange of loans between financial institutions– and then the loans to the State, to families and to companies as well. When the time of the crisis comes, the unanimous choir stands in favor of more regulation, better supervision, a more careful organization against the action of security entities... the exact same measures that the agents had tried to avoid as much as possible during the period of growth and euphoria.

With the crisis, the reality of the financial

fragility which had been ignored becomes clear. The time comes to measure losses, to register them and to distribute the costs. Somebody will inevitably pay: sometimes creditors, sometimes debtors; or even taxpayers, if losses are “socialized” through rescues of specific categories of creditors or debtors. Although it is “global”, the financial crisis will generate localized costs, which –due to the current institutional organization– will have to be handled by governments and national institutions in the first place.

Precisely this connection between crises and their consequences in the distribution requires this (sporadic) concern for the instability of markets to be completed with the consideration of the second problem mentioned before: the structural inadequacy of the global financial market to support real development and the participation of precisely those subjects who can earn more with the access to loans –and also, of those subjects who can make the lenders earn more. This second problem comes from the deeply asymmetric structure of global finances and from the reality of financial marginalization that is connected to it. Asymmetry and marginalization imply in extreme cases the lack of access to loans for people, companies and whole countries... which means the impossibility to carry out intertemporal forms of trade which are beneficial for creditors and debtors and at the same time efficient in the fight against poverty. In other situations, asymmetry and marginalization do not completely exclude the weak subjects from the financial circuit, although their participation takes place in contract conditions, which imply that they will have to face most of the risk. In other words, the weak part (which can be the debtor or the small investor as well) will be the one to bear the costs of instability and the crisis.

Taking care of the structural issues of asymmetry and marginalization in financial markets, therefore, is not, as it seems, “only” a problem of equity. In fact, as in many other circumstances, equity in financial markets is not distinguishable from its efficacy and efficiency. Asymmetry and marginalization cannot be forgotten, because this would imply the failure of the financial system to meet its specific aim: to provide loan and debt relationships that can really transfer savings to the person who desires to invest, based on the reasonable expectation that the loan can last as long as necessary in order to

carry out the investments. In short, to provide financial relationships capable of resisting the uncertainty and of generating real profits in the future.

For the global system to work “properly”, we must consider both “failures” of the financial markets: their instability and their asymmetric structure. On the one hand, we need emergency governance, able to face a crisis whenever it unfolds and, if possible, to avoid it from affecting the weaker sectors. On the other hand, we need preventive and daily governance, with rules and institutions aimed at enabling international finances to meet their essential objective, that is, to transform savings into real purchasing power for investing in growth and development. Both matters are connected, because good emergency governance would imply taking care of the problems of asymmetry and stratification which characterize the structure of the global financial system, which daily governance would at the same time contribute to relieve.

4. Global Crises: An Analysis

Each crisis is somehow always “new”, different from the previous ones; therefore, it is necessary to rethink the treatment each time. In a similar way to what happens in medicine, in economics, too, we are not absolutely sure whether the treatment at hand will be effective for limiting the crisis; we do not know for sure how many negative collateral effects will take place or in what spheres. There are only two things we know for certain: firstly, that inaction is not a viable alternative; secondly, that –as we know– doing something implies possible mistakes but it is always better than not doing anything. At the same time, it is possible to identify a “red thread” which links all financial crises: they are all preceded by a phase of excessive growth of lending that, at a certain point, is suddenly interrupted.

If we only consider the financial crises of international scope of the 20th century, we can remember some waves of international “financial euphoria”, with a quick increase in international capital movements, followed by a sudden change in the expectations of agents and the final hard landing. We can begin with the crisis of 1913, which put an end to the long phase of financial growth (1870-1913) throughout liabilities on investments in sparsely populated countries with a great

source of natural resources –those we could consider “emerging” countries from those times. In a short period of time, the “Belle Époque” gave way to the dark years of World War I.

A second phase of lending growth (1919-1929) focused on financing throughout liabilities on public deficits. This growth of the bondholder market included a rise in the stock market which, in 1929, fell showing the world that the first “great global crisis” was suddenly taking place.

The third crisis began in 1982 and was preceded by a phase (1973-1982) of enormous growth of international bank lending, obtained by “recycling” the oil surplus through innovative⁸ forms of international finances: syndicated loans in favor of the governments of relatively promising⁹ “developing” countries in terms of their ability to honor the debt. At the beginning of the 80s, the unexpected rise in interbank rates, which were related to debt service rates, hastened some insolvent countries and produced panic among the big lending banks. The massive “withdrawal” of the investors of these products also hastened into the crisis other debtor countries which initially had not had trouble paying their debts.

A fourth situation which needs to be mentioned is not a precise event, but a “bunch” of crises occurred during the 90s, the decade of “financial globalization”. Between 1990 and 1997, the generalized (and in many ways uncritical) enthusiasm for the “market” nurtured an “euphoria” which produced massive financial flows, not only for investments, shares and bonds, but also for commercial loans to the new “emerging” economies: Mexico, who had recently joined NAFTA, and above all Southeast Asia’s economies. Excessive lending growth in these cases also led to crisis situations which, initially localized, were quickly “passed on” to the macroregion surrounding the epicenter country of the crisis, because the sudden change of direction in financial movements extended to bordering or related countries as well.

These few episodes of crisis show us that the superficial interpretation that in order to avoid crises we need “more State” and “less market” in financial transactions can be questioned. Unfortunately, it is not that simple: the main characters in the emergence of these crises are the States; not only private institutions but

also governments. This observation becomes even more obvious in light of the most recent crises, and especially of the current one. Here, financial fragility and contagion have acquired global dimensions: the actions and omissions of the “State” and of the “market” go hand in hand.

This analysis of global crises would not be complete if we did not explore some qualitative changes in finances which have had an enormous quantitative impact, and which explain the crisis of some “evolved” and very sophisticated financial institutions.

The growth of international finances since the “euromarkets” was speeded up by the liberalization and deregulation policies of the 90s and included deep qualitative changes. Among the different aspects of this change, the most significant one was the strengthening of the so-called “derivative”¹⁰ finances sector. During that period of great growth of international financial flows, the derivative instruments sector grew exponentially. In practice, all the events of financial crisis observed during the 90s –of individual financial institutions as well as monetary and financial crises of countries or regions– have shown dynamics linked in both sides with the dynamics of the markets of derivative financial instruments.¹¹

The influence that derivative contracts have on traders can be explained by the fact that these contracts allow traders to exploit the leverage effect: derivative contracts can be subscribed for by initially paying out only a fraction of its value, then registering in the budget only the payments related to this fraction and writing in the accounting record the notional amount of derivative contracts as an off-balance sheet. This accounting practice has made very difficult the evaluation of the risk as regards financial positions of individual financial institutions as well as of countries; in practice, we have realized about the destabilizing potential of derivative finances only *a posteriori*, during the course of unprecedented forms of financial crises.

In the epicenter of this crisis, there were no fragile countries or countries excessively in debt, but “evolved” financial institutions which knew how to use in a “creative” and “innovative” way the leverage effect: the Highly Leveraged Institutions. We can remember, from the recent past, the failure of Barings in 1995, due to highly speculative operations in the hands of only one employee.

We can also recall the collapse of hedge fund LTCM, in 1998, which included Robert Merton and Myron Scholes, 1997 Nobel Prizes, among its board of directors, and numerous central banks, including the Bank of Italy, among its clients. A perfect technique for risk management, in short, is not enough in order to avoid crises: “strong” uncertainty falls on the future; an uncertainty not limited to (imponderable) forms of risk which can be managed through complex calculation of probabilities. Even the most sophisticated calculations cannot respond to unexpected events.

It is odd that these crisis episodes, clear signals of an underlying pathology in financial markets, did not leave a significant mark in financial behavior. Until the “gloomy week” of the crisis, which exploded in September 2008, financial traders continued developing and marketing new “structured” products which were increasingly complex (structured investment vehicles, SIV¹²). These were spread through the originate-to-distribute practice, which consists of creating “primary” financial contracts with the aim of being the basis for later marketing of complex financial products. The danger signals thrown immediately by some international security institutions were also ignored.

5. International Financial Institutions and Market Regulation: An Analysis

After the evidence of the “red thread” that links the “historic” events of financial instability to the typical forms of crisis of globalization, it is useful to make an analysis of the institutions in charge of the global financial government. There are numerous international institutions with tasks related to the way the international monetary and financial system works. The main institutions were not built in the recent past, but their role has changed significantly during the last years; consequently, the internal “division of labor” has changed, so the global framework presents cases of overlapping roles, as well as of institutional gaps. The two most important international institutions as regards financial market supervision are the International Monetary Fund (IMF, created in 1944) and the Bank for International Settlements (BIS, founded back in 1930).¹³

The International Monetary Fund, after being the official guarantor of the Bretton

Woods regime of fixed exchange rates, has had to carry out the role of agent of emergency interventions in a global economic situation of quick changes and, particularly, of the great financial crises. Its capacity to grant “conditioned” loans to countries with financial difficulties, especially emerging countries and countries in transition, has resulted in a significant capacity to have an influence on the definition of internal policies of stabilization and structural adjustment of these countries. Conditionality is a necessary but dangerous weapon, and there have been shadows when putting it into practice.

However, the most important issue is that the Fund’s “surveillance” of the macroeconomic and financial policies of its members has a strongly asymmetric impact: it affects those indebted to the Fund, but it is almost insignificant for the countries that do not need to ask for loans, which makes them autonomously “loan-worthy” in the eyes of international financial markets. During the second half of the 90s, the International Monetary Fund and the World Bank began and, therefore, strengthened the Highly Indebted Poor Countries Initiative (HIPC), aimed at reducing external debt in seriously indebted poor countries on the grounds of national programs for reducing poverty.

The Fund also committed itself in other useful directions: the promotion of more financial transparency and best practices, the fight against corruption and capital laundering and better technical assistance. But its effective usefulness for the world market has also been in the center of daily debates. “Not even a cat to rescue” was the headline that *The Economist* gave in 2006 to an article on the IMF’s “unemployment” due to the “disappearance” of financial crises.¹⁴ International cooperation as regards finances usually begins or is relaunched in situations of crisis, but the activity of the intergovernmental commissions or committees formed tend to continue, sometimes superimposing themselves on each other and sometimes opening new areas of assistance.

Let us move on to the second great international financial institution, less well-known but equally relevant. Since 1930, the BIS has the essential role of providing bank services to central banks and of representing a not very “visible” but very relevant element of comparison among those in charge of national monetary and financial policies and

of the development of common perspectives as regards regulation and supervision of financial markets.

The BIS’ site provides a detailed description of its five committees which have an influence on monetary and financial stability (the Basel Committee on Banking Supervision, the Committee on the Global Financial System, the Committee on Payment and Settlement Systems, the Markets Committee and the Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics) and of the other three fields of international and interinstitutional cooperation of which the BIS houses their secretariats (the Financial Stability Forum, the International Association of Insurance Supervisors and the International Association of Deposit Insurers).¹⁵ Basel is, therefore, the place where the common principles for bank supervision and financial regulation are drawn up. Although not binding, they are the reference standard for all national and market agents: either adopting them, as in many cases, or choosing not to, as in off-shore centers, where agents operate by playing according to their own rules and without rescue nets.

There are also areas of advice among national authorities, responsible for different sectors of the financial market, some of which are the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), the International Association of Insurance Supervisors (IAIS) and the International Accounting Standards Board (IASB). It is necessary to highlight that the sectorial nature of the mandate entrusted to these areas of international cooperation represents an important problem in a financial market characterized during the last decades by the progressive “despecialization” of financial institutions, which has been dealt with by creating a new Joint Forum, active since 1996.

To sum up: neither the IMF nor the BIS, as institutional entities, have a strong formal mandate as regards the aim of regulation and supervision of the operations of the global financial system. However, current international cooperation is against the idea of an absolutely anarchic system. Besides the area described before of international “technical” cooperation of intergovernmental nature, we must remember the increasing importance of *sui generis* organization forms, such as the “groups”, especially the G7/G8, with their “expanded” models such as the G20, which got together in Washington on

December 15th, 2008 and in London on April 2nd, 2009.

One of the meetings of the G7, in 1998, is the beginning of the Financial Stability Forum (FSF) immediately after the Russian crisis and the collapse of the LTCM fund. This forum should be highlighted because, unlike others characterized by the presence of “technicians” –central bankers, national regulators–, it has strong political connotations expressed in the composition of its members: approximately two thirds¹⁶ of the members represent the monetary and tax authorities¹⁷ of twelve countries,¹⁸ and the other third consists of representatives of the great international financial organizations, of the international organizations in charge of establishing the standards and of expert committees of central banks.¹⁹

Unlike other areas of international financial cooperation, the FSF responds directly to the G7. However, this strong accountability policy has had an unexpressed potentiality, at least until the emergence of the current crisis: the work done by the FSF, even though it timely dealt with the delicate issues of the financial system (highly leveraged institutions, off-shore financial centers...) and with the most serious flaws of the supervision and regulation system, it has only had a small influence on the options of national authorities of the bigger countries.

Altogether, global governance has been defined by a strong sectorial as well as geographic division of the areas of financial cooperation,²⁰ with the result of poor efficiency in the supervision and regulation of global market institutions which operate over a variety of financial products.

6. Preventing Crises: What Have We Learned from the Experience of the Last Decades?

We have “inherited” from the numerous international financial crises mentioned some lessons on how to prevent crises, which can be summarized in the following way: firstly, to promote “transparency” in the financial market; secondly, to strengthen national (macroeconomic) policies in order to avoid excessive debt of a country as regards the rest of the world; and, thirdly, to introduce or strengthen the financial system’s (microeconomic) regulation.

With the debt crisis of emerging countries of 1982, the first event of “global” crisis, we

became aware of a serious information deficit as regards the level of exterior debt of the “sovereign debtors”. Financial information on “sovereign debt” began to be registered and published. This information had sufficiently added value, so as not to break confidentiality, but was also sufficiently precise and timely so as to allow follow-up. This is the first step in a line of action for promoting “transparency”; it is clear for everyone that we still have a lot to do in this area.

As regards internal macroeconomic policies in debtor countries, the key phrase during the 80s is “structural adjustment”: this refers to strictly anti-inflation macroeconomic policies and structural reforms then summarized by the “Washington Consensus”.²¹ It is a model of the most generic directions on how to avoid instability in advanced countries, which would be to “put your house in order”, applied in emerging countries. A delicate issue had been identified here as well, which remained practically unsolved, if we think of the fact that the current crisis is quite familiar with the current excessive deficit in the United States as regards the rest of the world.

The long series of crises during the 90s, and particularly the “surprising” crisis in the countries of Southeast Asia in 1997, which involved countries with a “house in order” as regards the macroeconomic sphere, led to the certainty of the need for “micro-strengthening” of financial systems throughout a suitable system of rules. Initially, prudent regulation and the diffusion of the best practices among those involved in the financial market were thought to be necessary especially in emerging countries. However, after the Barings crisis in 1995 and the LTCM crisis in 1998, it became clear that the problem of prudent regulation was far from being confined to emerging countries. In the financial centers, the heart of the problem was in the poor regulation of derivative operations and in the “creative” operations of the Highly Leveraged Institutions; these have received attention from a working group inside the IMF and the FSF.

The report from the FSF working group on “market and institutional resilience” was aimed at the governments of the countries members of the G7 and dated 5th February 2008.²² It highlighted the underlying causes and the weaknesses of the global financial system, as well as certain aspects which need political consideration so as to prevent crises.

The document summarizes six areas in which preventive action is needed: reinforcement of the surveillance and control framework (it particularly refers to the capital adequacy of financial institutions, setting up suitable liquidity buffers, risk management practices, and accounting treatment of off-balance sheet financial activities); more rigorous identification of the originate-to-distribute (OTD) model for derivatives, aimed at increasing transparency; reconsideration of the use and role of credit ratings provided by agencies; strengthening transparency in markets; strengthening the ability of action of the surveillance and regulation organizations in case of risk; strengthening the authorities' ability to respond in case of crisis.

This list, which registers many elements already present in the first documents produced by the FSF,²³ is undoubtedly precise; in a way, it shows that we know a lot –at least theoretically– about how to prevent crises. At the same time, once more we must state that a correct interpretation of unsolved institutional problems has not been able to produce any substantial preventive effect.

It is reasonable to wonder why decisive steps have not been taken in the direction which perhaps could have contributed to hold back the current crisis: the question is essential and deserves attention, but only recently it has been explicitly formulated.²⁴

7. Norms and Their Ambivalence: A Deeper Analysis

Among the three key words which summarize the lines of action to prevent crises, we will analyze regulation in depth. Especially today and in retrospective, there is practically unanimous agreement on the idea that the financial markets' self-regulation is inadequate. On the other hand, if we reflect upon our experience, it is not reasonable to automatically expect a decisive role from the adoption of regulation codes for two reasons. Firstly, due to a double practical reason: on the one hand, the regulation introduced has proved to be insufficient to avoid the repetition of crises; on the other hand, some of the institutions considered to have contributed to the current crisis with their behavior were already strongly regulated. Secondly, for a fundamental reason of theoretic nature: the rules that we expect will be introduced *today* are the best that can be done as regards what

was suggested by the experience of *yesterday*; nobody can guarantee that they will rise up to the problems of *tomorrow*. The rules designed to prevent or solve yesterday's crises have two problems: to begin with, it is very likely that they will not be suitable to face today's events; moreover, once introduced, a system of rules tends to modify the behavior of those involved so that the rules themselves become substantially inefficient.²⁵ There are no "crisis-proof" institutional models, especially when innovation and structural change suffer from acceleration

Besides registering the possible "endogenetic" efficiency of rules, it is reasonable to think that these can even be counterproductive, encouraging especially risky behavior or behavior capable of increasing the vulnerability of the system in situations of crisis. When primary capital adequacy ratios (Basel I) were applied, the excessive growth of credit to sovereign debtors was increased precisely by the low ratios established by these loans. On the other hand, prescriptive regulation, in which everything that is not forbidden is compulsory, establishes a barrier against any innovation and any change: not only against potentially dangerous changes, but also against desirable innovations and changes.

One last precautionary measure should be taken into account with reference to regulation: inflexible rules can encourage evil behavior as regards financial stability, especially when debtors need to have access to credit "at all costs". The more asymmetric the relationship, the more likely it is that the financially "strong" part will impose the "weak" part contract forms that the weak part cannot accept, even though the charges and risks assumed are way beyond what is prudent from a systemic point of view.²⁶ This confirms that injustice also generates economic instability. "Economic science tells us that structural insecurity generates anti-productive attitudes wasteful of human resources" (*CV*, 32).

To sum up: "perfect" norms, written once and for all, are not enough in order to protect us against the potential instability of financial markets. Due to its nature, the issue is to face, each time once again, relational problems in a framework characterized by information asymmetries, incomplete information, that is to say, uncertainty in the "strong" sense. Each generation obtains "from scratch" the task to design "fair" norms and institutions.

8. It Is More Difficult to Regulate Finances than Other Economic Activities: The “Physiological” Aspect of Trust

Financial markets are very different from goods and services markets, on-the-spot exchanges upon payment; and they are especially different from the competitive market stereotype in which most transactions are anonymous. Incomplete contracts, of which financial contracts are an important example, demand certain personalization or trust. Consequently, many directions as regards regulation which would make sense in standard markets become lacking in influence (or even counterproductive) in financial markets. In order to analyze financial regulation properly, it is necessary to “go back to basics”, to the essential issue of what is a financial contract. The following is a small contribution in response to the invitation of the *Caritas in Veritate* to return to the “truth” in finances: “*Finance, ... after its misuse, ... now needs to go back to being an instrument directed towards improved wealth creation and development. ... The entire financial system has to be aimed at sustaining true development*” (CV, 65).

Finances are an activity which involves making a timeless pact, meant to have certain duration, to “remain” in time and in uncertainty. It is a pact in which none of the parties has all the relevant information. Above all, both lack certainties about what the future holds: they can only act under uncertainty, on the basis of their expectations as regards the future of the general context and as regards what will specifically happen to their partner as well. Furthermore, the financial sphere shows serious issues of information asymmetries which influence the process necessary to sign a financial contract which commits them in time: each party has private information that sometimes is not able or does not want to reveal to the other. The awareness of the existence of information asymmetries makes even truthful statements less believable: each party, in fact, will remain suspicious that their opposing party is giving way to the impulse to lie or reveal only partially and strategically their private information.

If finances involve uncertainty and information asymmetries, what are the reasonable conditions for the parties to commit themselves in a lasting pact? What can be the basis for mutual trust and confidence in the

market? These questions are very important: if we do not take into account the relational dimension of finances, which imply time and space, it is impossible to understand their “failures” and to explore the real possibilities when managing their processes.

The relationship between partners in a financial contract will not be able to be completely entrusted to impersonal mechanisms and it implies a fiduciary bond. Significantly, “to give credit” is related to two meanings: “I lend you money” and “I believe you” or “you are credible”. We can obtain (diminished) substitutes for trust relationships, but these rarely work and they sometimes contribute to crisis situations. Particularly, the formal regulation of financial contracts can be necessary, but it will not be enough in order to build trust.

Real “credit”, especially credit aimed at supporting productive investments and investments which generate economic development, implies fiduciary bonds based on the reciprocal knowledge of the person who grants the credit and the person who receives it. This knowledge can be obtained through repeated personal interactions, for which certain physical contact is essential. As an alternative, financial reports can be based on the reputation of the parties involved; however, in this case the decision to trust in the person who claims knowledge of the opposing party is also necessary. For example, during the boom of international bank loans to “emerging” low-income countries of the 70s (among them, many Latin American countries), the central financial institution of syndicated loans was in charge of gathering the information about the borrowing country, whereas the other institutions supporting the syndicate would participate exclusively as lenders, inspiring confidence to the assessments of the central head office. In more recent times, the role of gathering and preparing information about the reliability of potential debtors was taken on by the great qualification agencies. Both examples explain the dangers inherent to the “mechanism” of reputation. The mechanistic use of reputation distorts the parties’ incentives and, as a result, it becomes a “trap”: it simplifies the credit granting phase; it encourages excessive debt in debtors whose quality is systematically overestimated, precisely in order to favor financial development; in short, it lays the foundations for a sudden collapse of business²⁷

as a whole once the real quality of the debt proves to be poor.

It is likely that the adoption of mechanistic behavior in financial markets will have inefficient results (market failures) and will generate “widespread lack of responsibility”, which will result in the lenders’ tendency to only take positions of short or very short horizon. The reduction (in the long term) of personalized financial pacts to technical and anonymous contracts shows the existence of a problem that is more cultural than ethical; a problem which requires opening up human reason. “It should be remembered that the reduction of cultures to the technological dimension, even if it favours short-term profits, in the long term impedes reciprocal enrichment and the dynamics of cooperation” (CV, 32). The reduction of the temporal horizon which traders refer to is especially increased when trying to avoid the “subjective” dimension of trust by creating a negotiation space based on “objective” factors. Some of these practices are already established: for instance, the mortgage on the house as a guarantee for the lender. Securitization and negotiability of credit contracts are more recent and more dangerous ways to “objectively” solve trust issues: they imply dangers²⁸ linked to contract design as well as to the role of financial intermediation.

Let us begin with the design of the contract: in order to solve the problem of trust, it is necessary to introduce clauses aimed at reinforcing the debtor’s incentive to honor the debt in the contract; on the other hand, it is necessary to guarantee the creditor a quick way out from the contract, in case he/she desires to do so. Contract clauses aimed at reducing the problem of uncertainty and mutual trust usually result in undesirable consequences. For example, the application of high interest rates on granted loans should result in excluding from the loan projects which have expected yields that are not high enough or yields too far away in time, that is, the riskiest borrowers as regards restitution. However, this clause could end up being useful for selecting only “bad” clients, who go after very risky projects or who simply are up to their neck in debt and are willing to pay “any price” as long as they receive credit.

The impersonal, “objective” credit relationship becomes anonymous and interchangeable; it is “securitized”, becoming a standardized security which can be

negotiated in markets. The securitization of financial relationships is the necessary premise for a “local” credit to be an object of negotiation in international financial markets, which are characteristically impersonal. The fragility of the fiduciary issue between lender and borrower is therefore multiplied by intermediation. This phenomenon “increases the distance” between the debtor and the creditor, with an obvious loss of information in the system. This practice is, therefore, also dangerous.

In the current crisis, we find numerous examples of the negative consequences of having resorted to “mechanistic” ways of overcoming the trust issue. Savers have passed their portfolio options on to institutional investors, trusting their judgment and only paying attention to the yield profile. The remunerations of the heads in management roles, established according to the financial result obtained, have led to behaviors aimed at obtaining results in a short temporal horizon. The calculation of the financial results through the mark-to-market practice pushed prudent assessments into the background and distorted the incentives in companies’ risk management. Qualification agencies have contributed to spreading a superficial sense of security...

To sum up, it is necessary to regulate finances in order to prevent crises; however, this is not enough. The economic issue of a reasonable and non-fideistic trust cannot be evaded.

9. The Severe “Pathology” of Financial Markets: The Crisis and Its Treatment

Let us analyze two simple facts about crises and their “cures”. To begin with, the instruments for “preventing” bank and financial crises –regulation and supervision– are undoubtedly necessary, but they have proved to be systematically insufficient to avoid crises. When a crisis shows up, it is too late for prevention policies; intervention is only possible in order to distribute the costs from the crisis in another way: among the public and private sectors, among taxpayers and directly affected sectors, among creditor and debtor countries... Secondly, the “treatment” for financial crises usually ends up imposing costs on innocent subjects as well. In other words, prevention has efficiency problems and crises management has equity problems, and these problems get mixed up.

The systematic crisis of 2007-2008 clearly illustrates the complexity and the temporal correlation between prevention problems and crisis management problems. Beginning in the spring of 2007 and at a “local” level in the subprime market of the United States, the current crisis took unusually long to take shape, which in numerous occasions led to think that “the worst was over”, until the Lehman Brothers crisis in the fall of 2008. The long process of preparation of the subprime mortgage crisis, before its explosion, was not by chance: the lack of transparency in structured products affected not only the final customer but also the financial institutions which were intermediaries.²⁹ The (geographical, but above all relational) distance between the origins of the financial relationship and the final owner of the corresponding insolvency risk turned out to be difficult, even for its reconstruction. The excessive resort to financial leverage multiplied not only the expected yield, but also the risk. It may seem paradoxical that great financial institutions “ignored” how risky their situation was and discovered it once the crisis had already happened, when it was too late to look for a solution. However, in each case, this ignorance is meaningful. This “ignorance” shows many things: an uncritical use of the reputation mechanism as a substitute for trust; the superficial leveling of each operator to the “market’s” average opinion, included in qualification agencies’ assessments; the practice of assessing the own patrimony with reference to the market’s current prices (“mark-to-market”) without wondering to what extent those prices are in keeping with reality. But reality cannot be denied: in the end it always shows its true being.

The current crisis shows the characteristic interruption of credit after a long phase of financial euphoria, although new elements appeared as well. In June 2008, when the crisis was “in the air” but had not broken yet, the Annual Report of the Bank for International Settlements³⁰ showed three new dangerous facts: the inappropriate application of the originate-to-distribute model in the mortgage loan sector; the increasing importance of innovative structured products, strongly supported by the qualification agencies’ assessments; the appeal to off-balance financial instruments by banks which wanted to include the amount of capital required by capital adequacy. As we can see, this diagnosis

is similar to the already mentioned lines of action of the FSF from February 2008, which suggested stricter regulation of financial markets and institutions with reference to the three specific crisis factors.

However, “technically” focusing on the individual weak points was not enough. During the first months of 2008, for instance, the regulation authorities of different countries were right when they encouraged the banks which could not recapitalize which has sometimes been possible because of the intervention of foreign sovereign wealth funds³¹— to increase their level of transparency, especially in their budget, and to improve their criteria for granting loans and using structured products. When several institutions are exposed to risk at the same time, the intervention in each institution is not enough in order to prevent crises. The systemic impact of recapitalization operations can, on the contrary, be counterproductive: the difficulty to urgently find new capital inputs has in fact led, during September and October 2008, to the need for massive participation of the public sector in “rescuing” financial institutions in crisis. These institutions are usually too big to fail, but in certain cases too big to be rescued, as is the case of Iceland.

The improvement of (micro) financial regulation must go hand in hand with the concern for systemic stability, which also considers the interconnections between financial institutions. Moreover, it must go along with a macroeconomic policy able to actively resist the tendency of financial markets to “procyclical” behavior, which implies expansion during growth phases and implosion during crisis periods. The “anticyclical” use of macroeconomic policy during the euphoria phases is, however, unpopular and demands certain courage.

10. The “Chronic” Pathology: The Financial Market Does Not Carry Out Its Role of Being a Bridge Between the Present and the Future

The questions which repeatedly arise today are: how do we get out of this financial crisis? How do we avoid the future ones? A much deeper question is rarely heard: which “fair” financial institutions can we help to build? This question is obviously related to the others: if the lender seeks to finance “good” projects (and the assessment can not be mechanistic...), systematic crises become less probable.

We can outline a few answers. To begin with, it is necessary to consider with a realistic perspective that building institutions and rules is a constant, open, “imperfect” process, which should be developed according to the principle of subsidiarity. Complexity and uncertainty make the top-down approach in governance less effective (and perhaps less fair as well) than the perspectives “from below” which appreciate creative, responsible behavior and solidarity. “Fair” institutions can not emerge nor work without moral consensus on fundamental human values, which must be defended even if it takes a lot of sacrifice.

Secondly, as every human reality, the reality of finances is deeply ambivalent: we should not condemn nor worship it; above all, we should make the effort to understand it truthfully. In its ultimate substance, it is a “credit” relationship, a pact aimed at enduring time –or failing, causing a small crisis– but when financial relationships become anonymous and are self-referential, based on the “market’s” movements, the crisis easily becomes systematic. Even though everything conspires to convince us that finances are just “anonymous mechanisms” and to reduce the horizon of our financial decisions to the short term, we need to resist. We need the sort of resistance that is, above all, cultural: savers must try to understand and sensibly decide the best use for their savings; financial representatives should do the same, and so on until the systemic actors. In order for finances to work as a solid bridge between the present and the future creating “rational” financial instruments, it is necessary to expose and fight against “institutions of sin” which dwell in finances, that is, those which look for excessive profit and power at all costs: in the market, as well as in supervision and regulation institutions. These are institutions of sin in a literal and not moral sense: they reduce the aim of finances and betray their role.

Thirdly, we need “educational” interventions leading to creative, responsible behavior and to solidarity, or, at least, to avoiding clearly dangerous behavior. For instance, we need an education which opens up to prudence in the access to credit for consumption during boom phases and to perceiving the danger implied in the inclusion of complex, high-risk products in savers’ portfolios. We also need interventions of specialized education. Above all, the person who educates young people for

becoming experts in finances must not only teach the most exquisite techniques, however useful they are, but also wonder about the radical words which cannot be separated from financial decisions: trust, hope, prudence, courage... all words related to ethics. “Ethical finances” run the risk of being pushed into a specialized segment of finances; really ethical finances are, on the contrary, those which assume the task to support investments with eyes into the future. “Banks are proposing “ethical” accounts and investment funds. “Ethical financing” is being developed, especially through micro-credit and, more generally, micro-finance. These processes are praiseworthy and deserve much support [...]. It would be advisable, however, to develop a sound criterion of discernment, since the adjective “ethical” can be abused [...]. Efforts are needed –and it is essential to say this– not only to create “ethical” sectors or segments of the economy or the world of finance, but to ensure that the whole economy –the whole of finance– is ethical, not merely by virtue of an external label, but by its respect for requirements intrinsic to its very nature” (CV, 45).

Traducción: Carolina Piola

¹ An interesting explanation of the return of crises comes from Minsky’s idea (see Minsky, H. (1978), *The Financial Instability Hypothesis: A restatement*, Thames Papers on Political Economy, London), according to which financial instability has an endogenous ingredient -the competition between big agents leads them to broaden their product supply by including riskier operators in the system. This behavior “endogenetically” increases the system’s financial fragility.

² We all remember the pictures of the lines at the Northern Rock’s box offices, before its nationalization in February 2008.

³ Particularly, big issuing institutions (or countries) can think that the quality of their reputation and the scope of their activities are as high as to become practically “too big to fail”. In this case, moral chance is really high.

⁴ The Gold Standard expects the commitment of national central banks to maintaining convertibility in gold of their own legal currency to an exchange rate previously established.

⁵ The seeds of this market already existed during the

60s (the “eurodollar” market); its growth in size and efficiency put an end to the practical efficiency of national financial regulation.

⁶ The innovative aspect of these funds was in its contract structure: loans which formally were in the short-term (in order to attract lenders who preferred liquidity), implicitly renewable to interest rates with pre-established formulas ($LIBOR + spread$) but not levels, and more or less virtuous.

⁷ Generally, the borrowers were oil countries, which were expected to easily accomplish the restitution of rates at expiration with their sales of crude oil.

⁸ This is the case of the Mexican crisis of 1994, analyzed in Beretta, *Op. Cit.*

⁹ In SIVs, the risky elements of the original contract are dissociated, disintegrated and put together again in a series of new marketed financial products. It is not easy to locate the original contract of each new SIV, so the perception of the risk of the person obtaining a SIV is distorted: it carries the name of financial institutions of excellent reputation and it is very likely that the one subscribing underestimates the risk. If the person who “originated” the SIV was cautious, it is not a problem, but we must remember the endogenous fragility of markets as well as moral chance of operators who consider they can receive a last resort loan.

¹⁰ These institutions’ official sites (www.imf.org; www.bis.org) offer brief but efficient reports on their history and current roles. Visit these sites for more information.

¹¹ <http://www.bis.org/stability.htm>

¹² More precisely, 27 over 24. See <http://www.fsforum.org/about/overview.htm>

¹³ For example, those participating for Italy: the Bank of Italy, the Institute for the Supervision of Private Securities and Collective Interest (ISVAP), the National Commission for Companies and Stock Market (CONSOB) and the Department of Economy and Finances.

¹⁴ Australia, Canada, France, Germany, Hong Kong, Italy, Japan, Holland, Singapore, Switzerland, the United Kingdom and the United States, plus the European Central Bank (ECB).

¹⁵ The international organizations are: the BIS, the World Bank, the IMF, the Organisation for Economic Co-operation and Development. The organisms establishing the standards are: the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), the Committee on the Global Financial System (CGFS), the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), the International Association of Insurance Supervisors (IAIS), the International Accounting Standards Board (IASB), the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), the International Association of Deposit Insurers (IADI). The expert committees of central banks are: the Committee on

Payment and Settlement Systems (CPSS) and the Committee on the Global Financial System (CGFS).

¹⁶ The series of financial crises of the 90s (Mexico, Indonesia, Southeast Asia, Russia, Turkey, Argentina...), on the one hand, demanded great financial commitment from the IMF, and, on the other hand, increased the concern that the guarantee implicitly offered to countries which were “too big to fail”, could contribute to their excessive debt (moral chance). During those years, a topical issue was the possibility of involving the private sector in the prevention and management of financial crises (bailing in the private sector), so as to reduce at least the moral chance of lenders, who would otherwise place too much confidence in the IMF, lender of last resort *sui generis*; but no practical steps were taken in that direction.

¹⁷ FSF Working Group on Market and Institutional Resilience, Interim Report to the G7 Finance Ministers and Central Bank Governors, 5 February 2008, www.fsforum.org. See also the Final Report of April 2008, which for each action line suggests specific content and an application date: http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf.

¹⁸ http://www.fsforum.org/publications/on_9909.pdf. The document is: FSF, *Ongoing and Recent Work Relevant to Strengthening Financial Systems*, September 6th, 1999.

¹⁹ See *The Economist* (2009), “The Curse of Politics”, Economics focus, April 16th, and the recent study in the mentioned paper on the specific influence factors on decisions of intervention in financial markets: Swagel, P. (2009), *The Financial Crisis: An Inside View*, Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2009, conference draft.

²⁰ As regards “endogenetically inefficient” policies, see Goodhart, C. A. E. (1994), *Moneta, informazione e incertezza*, Il Mulino, Bologna.

²¹ The current crisis demonstrates that asymmetry and marginalization in financial markets increase systemic fragility. A global crisis erupted as a result of the crisis of an ultra-peripheral market: that of subprime loans.

²² In fact, as it usually happens in financial markets based upon trust and expectations, the crisis involved insolvent debtors as well as those who would have been able to honor their debt if the crisis had not occurred.

²³ With increasingly integrated markets and increasingly complex products, the operational large scale of financial institutions becomes a key element for efficiency and competition. Mergers, acquisitions and privatization regroup financial markets and favor the “despecialization” of big operators; particularly, big commercial banks have at the same time roles of banks of investment, insurance, pension funds management and common investment funds

management. See De Grauwe, P. (2009), *Improving the Governance of the Eurosystem*, ASERI Series on “Global Governance in a Plural World”, Vita e Pensiero, Milano (soon).

²⁴ BRI, 78esima Relazione Annuale, Basel, June 2008, www.bis.org

²⁵ Unctad, World Investment Report, 2008, www.unctad.org

Referencias bibliográficas

Angeloni, I. (2008), *Testing Times for Global Financial Governance*, Bruegel Essay and lectures Series, Bruselas.

Bagehot, W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*. E. Johnstone; Hartley Withers, eds., London, Henry S. King and Co.

Beretta, S. (1992), *Politiche macroeconomiche e organizzazione monetaria internazionale. La Banca dei Regolamenti Internazionali e la “tradizione delle Banche Central”*, Pubblicazioni I.S.U., Università Cattolica del Sacro Cuore, Milán, octubre 1992.

Beretta, S. (2000) “Ordering Global Finance: Back to Basics”, en Boswell, J.S., McHugh, F.P., Verstraeten, J. (comp.), *Catholic Social Thought. Twilight or Renaissance*, Bibliotheca Ephemeridum Theologicarum Lovaninensium, Leuven University Press, Uitgeverij Peeters, Lovaina.

Beretta, S. (2000), *Strumenti finanziari derivati, movimenti di capitale e crisi valutarie degli anni Novanta: alcuni elementi per farsi un’idea*, Istituto di Economia internazionale, delle istituzioni e dello sviluppo, n.0002, febrero 2000.

Dembinski, P. (2009), *Finance: Servant or Deceiver? Financialization at the Crossroads*, Observatoire de la Finance, Palgrave-MacMillan, Hampshire.

The Economist (2006), “Not Even A Cat to rescue; Reshaping the IMF”, *The Economist* edición impresa, Londres.