

PRIORYTET  
PRIORITAIRE

# CRISIS FINANCIERA Y *DÉFICIT DEMOCRÁTICO*



**i**Base<sup>etinho</sup>



# CRISIS FINANCIERA Y *DÉFICIT DEMOCRÁTICO*



UNA PUBLICACIÓN IBASE  
Rio de Janeiro, enero 2009



# Crisis Financiera y *Déficit Democrático*

Una publicación de Instituto Brasileño de Análisis Sociales y Económicos (Ibase)

## TEXTOS

Fernando J. Cardim de Carvalho  
*Universidade Federal do Rio de Janeiro*  
Jan Allen Kregel  
*The Levy Economics Institute of Bard College*

## ORGANIZACIÓN

Fernando L. de Carvalho  
*Ibase*

## EDITORAS

Ana Bittencourt  
Jamilé Chequer

## PRODUCCIÓN

Geni Macedo  
Juciara Cruz

## TRADUCCIÓN

Anahí Bertoli

## REVISIÓN DE TEXTOS

Ana van Eersel  
Jones de Freitas

## DISEÑO GRÁFICO

Guto Miranda

Esta publicación fue apoyada por  
The Ford Foundation

## Participantes de la iniciativa

*Liberalización Financiera y Gobernabilidad  
Global: el Papel de las Entidades  
Internacionales.*

Aldo Caliarì – *EUA*  
Alejandro Vanoli Long Biocca – *Argentina*  
Andrea Terzi – *Italia*  
Andrew Cornford – *Suiza*  
Arnaud Blin – *Francia*  
Bruno Jetin – *Francia*  
Cecília Alemany Billorrou – *Uruguay*  
Chad Dobson – *EUA*  
Chalapurath Chandrasekhar – *India*  
Custódio Dumas – *Mozambique*  
Daniela Magalhães Prates – *Brasil*  
Demba Dembele – *Senegal*  
Gustavo Marin – *Francia*  
Iara Pietricovsky de Oliveira – *Brasil*  
Jorge Romano – *Brasil*  
Kevin Young – *Reino Unido*  
Kinda Mohamadieh – *Libano*  
Marcos Antonio Macedo Cintra – *Brasil*  
Mario Tonveronachi – *Italia*  
Peter Wahl – *Alemanha*  
Renata Lins – *Brasil*  
Rick Rowden – *EUA*  
Rogério Sobreira – *Brasil*  
Stephany Griffith-Jones – *Reino Unido*  
Coordinación: Fernando J. Cardim de  
Carvalho, Jan Allen Kregel, Fernanda  
Lopes de Carvalho

Por órdenes y pedidos comunicarse a:

## **Ibase**

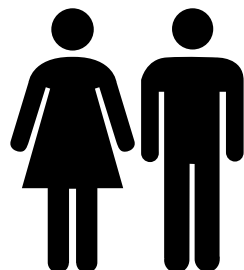
Avenida Rio Branco, 124 / 8º andar  
Centro – CEP 20040-916  
Rio de Janeiro – RJ  
Tel.: 5521 2178-9400  
Fax: 5521 2178-9402  
E-mail: [ibase@ibase.br](mailto:ibase@ibase.br)  
Site: [www.ibase.br](http://www.ibase.br)



Esta publicación fue impresa con papel reciclado

# • Sumario

- 5 Presentación
- 7 Introducción: Neoliberalismo y liberalización financiera
- 11 La crisis
- 20 Fracaso en la regulación
- 25 Reacciones oficiales ante la crisis





# : Presentación

Este es el segundo volumen producido por la iniciativa Liberalización financiera y gobernanza global: el papel de las entidades internacionales, que tuvo inicio en julio de 2006, coordinada por Ibase y desarrollada con la colaboración de especialistas y activistas de 13 países y el apoyo de la Fundación Ford.

Su objetivo es investigar el *déficit democrático* que caracteriza el modo de operar de las instituciones financieras internacionales así como también proponer alternativas para superarlo. Se trata de una iniciativa que desea contribuir a la instrumentación de las organizaciones y movimientos sociales, parlamentarios, y de gobiernos de países en desarrollo, entre otros, para que puedan luchar políticamente por la demanda de voz e influencia en las instituciones que deciden la reglamentación que deben cumplir las instituciones financieras de todo el mundo. Dichas decisiones producen un impacto profundo y directo sobre la vida y el bienestar de las poblaciones. Asimismo, limitan la libertad de elección en relación con las políticas públicas, especialmente por parte de los gobiernos de los países en desarrollo, los cuales tienen una participación nula o muy reducida en los procesos deliberativos de esas instituciones.

En el primer volumen, *¿Quién controla el sistema financiero?*, se trató el *déficit democrático* de las instituciones internacionales dedicadas a la formulación de estrategias de regulación financiera. Se analizó la naturaleza de los procesos implicados en la toma de decisiones y se explicitó tanto su importancia como los impactos de su trabajo. Se analizaron especialmente las operaciones de instituciones poco conocidas

por el público en general, pero cuya importancia es fundamental en la regulación del sistema bancario, como el Comité de Basilea.

En este nuevo folleto, tratamos el fracaso del sistema regulatorio que llevó a la crisis actual, la cual, debido a su magnitud, ha instado a los gobiernos de los países desarrollados a intervenir drásticamente en los mercados y en las instituciones financieras, algo inimaginable hasta hace pocos meses. Realizamos una breve descripción de los procesos financieros que desencadenaron la crisis; analizamos las fallas regulatorias de dicho proceso; y, finalmente, nos referimos a la manera en que las instituciones de la sociedad civil pueden hacer frente a estas cuestiones discutiendo algunas alternativas para encarar el *déficit democrático* en el modo de operar de entidades como el Comité de Basilea, tarea crucial en el camino hacia una gobernanza financiera internacional más democrática. Este es un momento privilegiado para promover cambios y debe ser aprovechado por los movimientos y las organizaciones sociales. Esta iniciativa tiene como objetivo contribuir al desarrollo de la capacidad analítica, entre militantes y líderes de movimientos y organizaciones de la sociedad civil, fortaleciendo de este modo su postura crítica y acción política contra la globalización financiera neoliberal.

*Los coordinadores, Fernando Cardim de Carvalho e Jan Kregel, produjeron este texto, que se publica aquí, tomando como base las informaciones de los trabajos que produjeron los participantes de esta iniciativa, así como los debates realizados en dos talleres. No obstante, la responsabilidad final de los textos es de los coordinadores. Los análisis producidos por varios de los participantes están en el portal de Ibase < [www.ibase.br](http://www.ibase.br)>.*

# • Introducción

## Crisis financiera, fracaso regulatorio y *déficit democrático*

No importa cómo termine el año 2008, se lo recordará como el año en que tuvo lugar el episodio más grave a nivel mundial del más profundo pánico financiero desde la gran depresión de 1930. De hecho, la opinión generalizada y expresada públicamente entre analistas económicos, funcionarios de gobierno, banqueros, financieros y políticos es que la crisis financiera de 2008 ha sido sólo el comienzo de otra Gran Depresión. Como consecuencia de ella, los gobiernos de muchos países, entre ellos los de los Estados Unidos de América, el Reino Unido y otros en Europa Occidental, América Latina y Asia, han anunciado una serie de medidas de intervención directa, inclusive algunas impensables hasta hace poco, como por ejemplo la nacionalización en gran escala de instituciones financieras y grandes paquetes de gasto público.

Las causas inmediatas de la crisis son bien conocidas. A medida que progresaba el boom de los bienes raíces, se otorgó un creciente número de préstamos hipotecarios con cronogramas de devolución a tasa ajustable a personas con ingresos insuficientes, o que carecían de un empleo fijo o patrimonio para garantizar dicha devolución. Estas hipotecas fueron agrupadas por un amplio espectro de instituciones financieras, inclusive bancos, a fin de constituir títulos respaldados por activos denominados obligaciones hipotecarias garantizadas (CMO según su sigla en inglés), las que se vendieron a fondos de inversión, a otras instituciones financieras y a inversionistas institucionales, en un proceso conocido como securitización. Fue necesario que estos activos recibieran una calificación con grado de inversión (superior a BBB + o

Baa3) de parte de una agencia nacional de crédito reconocida a fin de que resultaran aptos de ser adquiridos por instituciones del mercado de capitales, como por ejemplo un fondo de pensión, cuyas inversiones se restringen a dichos activos.

En retrospectiva, uno podría preguntarse cómo los bancos, los inversores institucionales y las agencias calificadoras de crédito, todos ellos con planteles altamente profesionales, y analistas bien pagados pudieron haberse equivocado tanto. Existen muchas explicaciones, muchas de estas variaciones sobre una misma idea básica: una falla masiva de orden regulatorio en cada uno de los niveles del proceso de securitización hipotecaria, que abarcó a todo el sistema financiero que creó la oportunidad para la primera crisis sistémica desde la gran depresión.

Si esta opinión “consensuada” es correcta, entonces el argumento que sostiene que la representación en las instituciones internacionales que se ocupan de los patrones y los códigos para la regulación financiera, debería restringirse a un pequeño número de peritos técnicos de aquellos países en los que la normativa está más avanzada, podría haber sufrido un golpe fatal. Como se comentara en una publicación anterior<sup>1</sup>, es esta opinión la que ha llevado a la creación de entidades internacionales que se ocupan de las principales regulaciones financieras como el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria cuya membresía es altamente restringida, excluyendo incluso a algunas economías industriales menores, y a todos los países en desarrollo, inclusive a poderes económicos emergentes como por ejemplo al grupo BRIC (Brasil, Rusia, India y China). Sólo los países del G-10 (Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza) son miembros del Comité, aun cuando las normas que éste formula para la regulación bancaria han sido adoptadas por todos los países. Esto crea un flagrante “deficit democrático” comúnmente justificado como necesario porque permitirá

---

<sup>1</sup> CARVALHO, Fernando J. Cardim de; KREGEL, Jan Allen. *¿Quién controla el sistema financiero?* Ibase, Río de Janeiro, Junio 2007. <[http://www.ibase.br/userimages/quien\\_controla\\_el\\_sistema\\_financiero.pdf](http://www.ibase.br/userimages/quien_controla_el_sistema_financiero.pdf)>

debates más enfocados que llevarían a conclusiones más eficientes y técnicamente superiores. Implícita en dicha opinión está la idea de que los organismos reguladores de los países del G-10 están mejor preparados para ocuparse de las prácticas sofisticadas de las instituciones financieras de avanzada que operan en las economías más desarrolladas del mundo. Se sostiene que permitiendo la participación de representantes de otros países sólo se restaría eficiencia a los debates, ya que los miembros del Comité se supone están familiarizados con las más modernas prácticas financieras e idean métodos para contener sus riesgos, mientras que los reguladores de otros países carecen de tal experiencia y pericia.

La crisis actual ha dado por tierra con este razonamiento en forma espectacular. La crisis comenzó en los Estados Unidos, sede de los mercados e instituciones financieras más sofisticadas como de los reguladores financieros supuestamente mejor preparados y más experimentados del mundo. Por contagio la crisis se ha extendido a los bancos de Europa Occidental, en particular del Reino Unido, en donde se podría esperar encontrar quizás a los segundos mejores reguladores financieros del mundo. Las economías emergentes están sufriendo también el impacto de una crisis que no fue de su creación y no tuvo nada que ver con las prácticas y procedimientos financieros o con las fallas regulatorias que tuvieron lugar en aquellos países. Los desequilibrios más notorios y los factores de vulnerabilidad se acumularon en realidad justo bajo la mira de lo que se suponía eran las regulaciones más modernas administradas por los reguladores que hoy en día se declaran perplejos por la codicia de las instituciones financieras.

El *déficit democrático* de las entidades regulatorias internacionales, tales como por ejemplo el Comité de Basilea no contribuyó a una economía mundial más segura y estable. En efecto, la lista de desventajas que surgen de las normas de conducta financiera propuestas por tales entidades es larga y será resumida más adelante. La medida del fracaso de estas entidades en el cumplimiento de su auto-atribuido rol es en realidad tan abrumadora que no se puede esperar que otros países orienten su conducta de acuerdo con las normas que tan obviamente fracasaron en generar una estabilidad sistémica.

En el resto de este documento resaltaremos las principales fallas regulatorias que permitieron el surgimiento de la actual crisis y que crecieron hasta un punto en que los países desarrollados terminaron adoptando medidas desesperadas en un intento por evitar el pánico y la depresión económica. En la siguiente sección, presentaremos una descripción muy compacta de los procesos del mercado financiero que engendraron la crisis actual. Luego exploraremos la secuencia de fallas regulatorias que marcaron estos procesos. A este tratamiento le seguirá un análisis resumido de si la situación hubiera sido mejor de haberse implementado en el mundo estrategias regulatorias como la propuesta en el acuerdo Basilea II. Finalmente, nos ocuparemos del problema de cómo podrían las organizaciones de la sociedad civil hacer frente a estos problemas y por qué es más crucial que nunca superar el *déficit democrático* que marca la operación de tales entidades como el Comité de Basilea.

# • La crisis

Las raíces de la crisis actual se encuentran en el amplio apoyo brindado a la liberalización financiera y que llevó a una importante desregulación de los mercados locales financieros en la década de los años 1980. Paralelamente, se produjo un movimiento hacia la liberalización de las políticas económicas que se aplicaron en los países en desarrollo que ahora se conoce como el “Consenso de Washington”. Este movimiento se basó en la idea de que la reducida participación del gobierno en la economía real debía estar acompañada por un mayor rol de los incentivos de mercado en el área financiera. Se sostuvo que las regulaciones financieras entonces existentes eran demasiado estrechas y protectoras de las instituciones, que ahogaban la innovación y mantenían demasiado alto el costo del capital para los prestatarios. Las tasas de interés direccionadas y los controles de tasas fueron bautizados “represión financiera”, a la que se le atribuyó la culpa de mantener los ahorros privados demasiado bajos en relación con las necesidades de acumulación de capital, crecimiento y prosperidad.

La promesa de la liberalización financiera era el lanzamiento de una nueva era de mayores inversiones y altas tasas de crecimiento para todos. Por otra parte, el movimiento tenía un fuerte componente ideológico, que se basaba en la creencia de que los mercados siempre sabrían más que los gobiernos. Cuando la actual crisis financiera sugirió lo contrario, algunos de los primeros campeones de la liberalización financiera, como es el caso de Alan Greenspan, ex presidente del Federal Reserve (Fed, banco central de los Estados Unidos), admitieron estar “en un estado de conmoción y descreencia”<sup>2</sup>

El impacto de la liberalización financiera sobre las economías desarrolladas y en desarrollo fue amplio y profundo. Uno de sus aspectos centrales fue el desmantelamiento de las barreras que separaban y protegían segmentos específicos de los mercados financieros, como el sector comercial bancario y las actividades de negociación de títulos/valores. Se trató de una medida de doble filo: por un lado, abría nuevas oportunidades para que aquellas instituciones financieras que se habían visto anteriormente confinadas a específicas operaciones financieras exploraran otras líneas de negocios; por el otro creaba o aumentaba presiones competitivas a las instituciones que tradicionalmente habían contado con las barreras de protección ante la competencia creada por la regulación. Fue así que las instituciones financieras más agresivas trataron de sacar provecho de líneas de negocios más rentables, desarrollando a menudo innovaciones financieras que les permitían relacionarse directamente con las entidades que originalmente habían ocupado estos segmentos. Las otras instituciones en tanto se vieron forzadas a cambiar a fin de mantener sus posiciones frente a los ataques de competidores agresivos.

La presión para aumentar la rentabilidad en el medio ambiente financiero recientemente liberalizado llevó a un movimiento extendido de consolidación en el sistema, en el que las instituciones financieras más lentas fueron devoradas por los competidores más agresivos. La consolidación, sin embargo, no resultó suficiente para elevar la rentabilidad, particularmente en la década de los años 1990. Este período introdujo un nuevo tipo de crisis financiera, relacionado con la reversión de flujos de capital, más que con el desequilibrio de las cuentas corrientes, y en su mayor parte estuvo confinada a los países en desarrollo. En ninguno de ellos representó una amenaza significativa a las economías industriales, con la posible excepción de la crisis rusa de 1998. La economía estadounidense creció en forma razonablemente sostenida durante toda la década, mientras que Europa Occidental avanzaba muy poco y Japón se hundía en un estado semidepresivo.

---

<sup>2</sup> Testimonio de Alan Greenspan durante las audiencias de La Crisis Financiera y el Rol de los Reguladores Federales, jueves 23 de octubre de 2008, Cámara de los Representantes, Comité sobre Supervisión y Reforma Gubernamental, Washington, D.C., renglones 385-6 y 394-399 del informe estenográfico no oficial.

Una característica notable del medio macroeconómico internacional de la última parte de la década de los años 1980 y la década de 1990 fue la dramática reducción en la volatilidad de las variables macroeconómicas y en particular en las tasas de inflación tanto en los países desarrollados como en desarrollo, que se llegó a conocer como la “Gran Moderación”. El “nuevo consenso” sobre una política monetaria que se piensa ha sido la causa de este mejor desempeño llevó a los bancos centrales, en especial en los Estados Unidos, a reducir las tasas básicas de interés, aun cuando el crecimiento de la producción y el desempleo alcanzaban tasas que antes se habían considerado como insostenibles. En un medio ambiente de estabilidad general, las bajas tasas básicas de interés se tradujeron en tasas de interés bajas a plazos más largos.

El cuadro entonces para las instituciones financieras en la década de los años 1990 fue una combinación algo compleja de fuertes presiones competitivas para aumentar las utilidades y adoptar una postura agresiva (aunque fuese por razones defensivas) frente a la competencia y un panorama general de tasas de interés relativamente bajas, por lo menos en las líneas tradicionales de los negocios de los bancos, la banca de inversión, etc.

La forma de reconciliar ambos lados de la ecuación fue buscar nuevos mercados con retornos más altos de los que se podrían obtener en las operaciones tradicionales. Los préstamos a economías emergentes, *junk bonds* (bonos basura), y compañías de Internet durante el auge del punto com ya habían sido explotados para incrementar los retornos, pero eventualmente produjeron un sustancial desarreglo en el mercado. Así, a medida que se recuperaron las condiciones luego del colapso de los mercados patrimoniales en el 2000, los mercados financieros optaron por otra alternativa: el préstamo hipotecario lo que creó un auge sostenido en los precios de las propiedades residenciales.

## Profundización del problema

A medida que el auge siguió avanzando se volvió más difícil encontrar tomadores de préstamos tradicionales con menor riesgo crediticio (*prime*) por lo que las instituciones buscaron mercados adicionales, prestando a quienes habían quedado excluidos de los préstamos tradicionales por

las regulaciones impuestas por las entidades patrocinadas por los gobiernos (Government Sponsored Enterprises, GSE según su sigla en inglés), tales como por ejemplo Freddie Mac y Fannie Mae. La exclusión, sin embargo, estaba justificada ya que estos prestatarios insatisfechos eran quienes carecían de empleo, no poseían fuentes de ingresos o activos confiables para ofrecer como garantía. Las hipotecas a dichos prestatarios son consideradas de más alto riesgo de incumplimiento ya que no se conformaban con las condiciones establecidas por las GSEs para las garantías. Dichos contratos con más alto riesgo crediticio fueron denominados *subprime*.<sup>3</sup> Por otra parte, las GSEs establecieron límites máximos respecto del volumen de las hipotecas que se consideraba aptas, de modo tal que las hipotecas (*jumbo*) por sobre esos límites máximos se extendieron hasta los prestatarios clasificados Alt-A (de riesgo intermedio entre *prime* y *subprime*).

## NEGOCIO DE RIESGO

Los contratos de hipotecas residenciales son contratos a largo plazo en los que la propia casa es la que sirve de garantía para la deuda. El comprador no se hace propietario del inmueble hasta tanto la deuda haya sido plenamente consolidada. En caso de incumplimiento por parte del prestatario, el prestador simplemente vuelve a tener posesión de la vivienda. Recuperar el inmueble, sin embargo, pese a ser mejor que perder el préstamo, no es por supuesto algo que desee el banco prestador. Si bien tiene en su posesión el inmueble, el banco pierde el ingreso de intereses. Asimismo tiene que afrontar los gastos de reventa. Si el mercado está deprimido, como sucede en la actualidad, ello le podría tomar algún tiempo, de modo que el banco tendrá que enfrentarse a la elección entre vender la propiedad a pérdida o conservarla — asumiendo los costos de mantenimiento para evitar que se deteriore.

---

<sup>3</sup> Por supuesto, ello no significa que estas personas no deban tener acceso a préstamos para adquirir sus viviendas. Quiere decir que los intermediarios financieros privados dedicados a maximizar sus utilidades tenían una buena razón para no estar interesados en otorgarlos. Dar acceso a viviendas decentes a los pobres debería ser una prioridad para los gobiernos, una cuestión de política pública.

Por todas estas razones, antes de conceder un préstamo resulta de importancia para los bancos evaluar la capacidad crediticia de los prestatarios. Si bien muchos de los prestatarios clasificados como *subprime* representaban buenos riesgos crediticios, a medida que el auge se extendía los originadores de préstamos usaron prácticas fraudulentas para inducir a aquellos prestatarios que no estaban calificados para solicitar préstamos, modificando las declaraciones sobre la condición financiera de éstos a fin de hacerlos calificar para así obtener ingresos a partir del aumento del volumen de los préstamos. Así existía el incentivo de incrementar este tipo de préstamo porque los bancos podían cargar tasas de interés más altas por estar clasificado como más riesgoso, si bien en un mercado inmobiliario donde todos creían que el precio de las propiedades sólo podría subir, se suponía que el prestatario podría vender la casa con alguna utilidad y devolver el préstamo al prestador.

Para explotar esta actividad debieron crearse nuevas prácticas e instrumentos. En la jerga de los economistas, tuvieron que introducirse *innovaciones financieras* que hicieran viables estas operaciones. Por supuesto, las innovaciones financieras no son sólo medios de explotar nuevas posibilidades del mercado sino también una forma de evitar supervisiones y rodear regulaciones.

La primera innovación de importancia fue la propagación del uso de modelos estadísticos en el análisis del crédito, en lugar de la investigación individual que se practicaba anteriormente. Los modelos cuantitativos de calificación crediticia, por ejemplo, permitían que se analizara el riesgo del solicitante de un crédito de acuerdo con las características del grupo al cual pertenecía más que por sus características individuales. De tal modo, a una persona de determinada edad, características étnicas, grupo profesional, etc. se le evaluaba el riesgo de acuerdo con el promedio de personas en el grupo que tuviera iguales rasgos. Por supuesto así se reducían los costos de evaluación crediticia para el banco pero también significaba que cada persona sería juzgada por un grupo promedio.

Además estos promedios suelen cambiar con el tiempo, de modo que aquello considerado como un valor apropiado en un determinado momento se podría tornar obsoleto en una fecha posterior. Los promedios de

amortización son ciertamente diferentes si se calculan, por ejemplo en buenas o malas épocas. La información obtenida durante la relativamente buena década de 1990 resultaría engañosa si se la usara para calcular las probabilidades de reintegro en los turbulentos años medios de la década del 2000.

Sin embargo, la segunda innovación, a securitización, permitió que se pudieran pasar por alto estas preocupaciones. La securitización básicamente significa la transformación de las operaciones de crédito entre un banco y un prestatario en operaciones en las que se usan títulos emitidos en los mercados de capital para proveer los fondos que se prestan a una gran amalgama de prestatarios similares. La securitización se ha venido practicando desde la década de los años 1980, y fue el principio utilizado en la creación de los bonos Brady que permitieron que los países en desarrollo pudieran reintegrar lo adeudado a sus acreedores.

La securitización se ha empleado con éxito en la venta de acreencias de tarjetas de crédito, préstamos para la compra de automotores, envío de dinero de inmigrantes, e inclusive préstamos personales para consumo. En el caso de los bancos este proceso les permite obtener ingresos con la originación de los préstamos que están securitizados y los medios que no poseen para mantener el capital a fin de dar respaldo a los préstamos, ya que deja de figurar en los balances una vez vendido a los inversores en el mercado de capital. Este incentivo se incrementó con la implantación de las primeras regulaciones de Basilea<sup>4</sup> sobre adecuación de capital con ponderación de riesgo, ya que estos activos llevan una ponderación del 100 %. Para los prestatarios resultan atractivos ya que ofrecen un retorno más alto que los tradicionales activos de los mercados de capitales. A su alrededor hay muchos inversores: inversores institucionales, fondos de cobertura (*hedge*)<sup>5</sup>,

---

<sup>4</sup> Sobre este tema ver CARVALHO, Fernando J. Cardim de; KREGEL, Jan Allen. ¿Quién controla el sistema financiero?) Ibase, Río de Janeiro, Junio 2007.

<sup>5</sup> Son fondos comunes de recursos privados que invierten en instrumentos negociables (títulos y derivativos), pueden emplear el apalancamiento a través de distintos medios, incluso por el uso de posiciones a descubierto, y generalmente no están reguladas. Son fondos que usan estrategias de inversión consideradas altamente sofisticadas y de alto riesgo.

fondos de pensión, fondos de inversión, fondos de mercado monetario (*money market*), compañías aseguradoras, y también instituciones financieras, como por ejemplo bancos, bancos de inversión, y finalmente personas acaudaladas que se vuelcan a esta modalidad en busca de retornos más altos.

La securitización ha sido practicada con éxito por las antes mencionadas GSE desde fines de la década de los años 1970. No obstante ello, el haber extendido la práctica a los préstamos de más riesgo (*subprime*) significó la caída del sistema financiero.

Una característica importante del proceso de securitización para los préstamos hipotecarios es que dificulta la evaluación de las condiciones crediticias de los titulares de hipotecas subyacentes. En consecuencia, los inversores han confiado casi exclusivamente en las evaluaciones efectuadas por las agencias calificadoras de crédito, las que no parecen haber estado mejor equipadas para evaluar el riesgo de incumplimiento en relación con estos paquetes de hipotecas securitizadas. Aun así, el concepto general de securitización estuvo basado en la evaluación eficiente de riesgo idiosincrático, ya fuere de parte el originador de los títulos o de las agencias calificadoras. Pero, los incentivos detrás de este negocio no indujeron a la eficiencia. Como ya se sugiriera, todos quienes participaron en la creación de estos activos se vieron recompensados por la maximización de los volúmenes más que por la calidad de las hipotecas, mientras que el ingreso de las agencias calificadoras estuvo determinado por los originadores, y también maximizado.

Otra *innovación* interesante fue el uso de hipotecas con tasas de interés ajustables, en las que se aplicaron tasas por debajo de las del mercado en los primeros dos o tres años del contrato, para luego volver a aplicarse las del mercado. Los prestatarios que normalmente no tendrían la capacidad de pedir préstamos se sentirían así atraídos por hipotecas, dado el cargo de intereses por debajo de las tasas del mercado. A menudo estos contratos fueron presentados como hipotecas a tasa fija, donde la reconfiguración a una nueva tasa fija y los costos de reconfiguración quedaban ocultos en el largo texto de complicado lenguaje legal.

Sin embargo, independientemente de las actividades fraudulentas y la falta de atención a la letra chica, es importante recordar que todas estas transacciones tuvieron lugar en un medio en el que prevalecía la firme creencia que los precios de los inmuebles seguirían subiendo siempre. Entonces, en el peor escenario como en el caso de incumplimiento por parte del prestatario de una hipoteca, el inmueble se podría vender, obteniéndose una ganancia, y ya sea el prestatario o el prestador podrían obtener una ganancia de capital.

Pero, a medida que empezaron a subir las tasas de interés cuando el Federal Reserve (banco central de los Estados Unidos) comenzó a “regularizarlas” y cuando algunas hipotecas a tasas ajustables fueron reconfiguradas, el índice de morosidad en los pagos hipotecarios mensuales también empezó a subir. Al mismo tiempo el índice de aumento en los precios de las viviendas se desaceleró. La consecuente reducción de los ingresos por intereses afectó los retornos sobre los activos de hipotecas securitizadas. Se tornó entonces más difícil colocar estos títulos en los mercados de capital y los bancos se vieron en la necesidad de seguir aumentando los números en sus propios libros. Esto redujo la generación de nuevas hipotecas, y desaceleró aún más el índice de aumento en el precio de los inmuebles. Cuando los bancos empezaron a informar pérdidas respecto de la tenencia de estos títulos debido al requisito de ajustar los activos al valor de mercado, otros inversores del mercado de capital comenzaron a cuestionarse la confiabilidad de las calificaciones crediticias respecto de sus tenencias.

A medida que se produjeron nuevos incumplimientos, las agencias calificadoras empezaron a rebajar las calificaciones de los títulos y algunos inversionistas que se habían limitado a inversiones en títulos de primera calidad se vieron forzados a vender en un mercado en baja. La mayoría de las estructuras securitizadas estaban aseguradas por instituciones de garantía de títulos especializadas en hipotecas. Por el hecho de que se redujeron las calificaciones crediticias, estas firmas debieron proporcionar colaterales adicionales para estas garantías y como consecuencia, sus propias calificaciones fueron cuestionadas, produciendo una nueva disminución en el valor de los activos. Una crisis crediticia embrionaria se transformó así en una crisis de liquidez, y algunas firmas

se vieron forzadas a declararse en quiebra ya que el valor de sus activos securitizados había caído por debajo del valor de sus pasivos. La incapacidad de estas firmas de realizar pagos a otras firmas las colocaba en dificultades financieras y se preparaba así el escenario para una clásica deflación de deuda en la que el intento por liquidar activos hacía caer los precios y aumentar el endeudamiento. Se declaraba entonces abierta una crisis financiera.

# • Fracaso en la regulación

La crisis brinda una vívida ilustración de las fallas de la estrategia regulatoria adoptada para respaldar la liberalización financiera. En términos simples, fracasó porque se basó en una premisa falsa, como lo expresara Greenspan en su testimonio antes citado, de que los sistemas financieros son naturalmente estables porque las instituciones proveen auto-regulación como resultado del “auto interés de las instituciones de préstamo” para “proteger el patrimonio de los accionistas”. Según Greenspan, “La evidencia sugiere que sin la demanda excesiva de los securitizadores, la originación de hipotecas *subprime* (innegablemente la fuente original de la crisis) habría sido mucho menor y en consecuencia los incumplimientos habrían sido menos. Pero estas hipotecas de alto riesgo, agrupadas y vendidas como títulos se tornaron objetos de la demanda explosiva de inversionistas en todo el mundo.”

Entonces fueron las firmas que securitizaron las hipotecas quienes causaron básicamente la dificultad, respaldadas por la demanda de los inversionistas finales. Greenspan continúa diciendo: “la resultante ola de demanda global de títulos *subprime* estadounidenses por parte de bancos, fondos de cobertura, y fondos de pensión que se respaldaron en calificaciones irrealísticamente positivas brindadas por agencias calificadoras de crédito fue, a mi criterio, el núcleo del problema.”<sup>6</sup>

Es característico de esta premisa errada que casi todas las instituciones y operaciones que Greenspan menciona en sus comentarios están reguladas, salvo por la importante excepción de las compras de activos

---

<sup>6</sup> Ver nota 2.

securitizados por parte de los fondos de cobertura. No se identifica a los bancos de inversión por su nombre, pero quedan incluidos bajo la denominación de “securitizadores”. El problema, por supuesto, es que, como Greenspan admite, los reguladores parecen pensar que los mercados financieros son naturalmente estables, que la especulación es fundamentalmente inofensiva, meramente una de las piezas de un sistema financiero moderno y eficiente.

Los reguladores fallaron cuando ignoraron la sobreposición de riesgos involucrados en la emisión de títulos basados en grupos de hipotecas de alto riesgo. Nuevamente fallaron cuando permitieron la creación de instituciones financieras fantasma, entidades de interés variable como por ejemplo los Vehículos de Inversión Especializada (SIV según su sigla en inglés), para quitar los activos financieros de los balances de las instituciones financieras, dándoles un puerto seguro fuera de la vista de los supervisores financieros. No es de sorprender que fallaran cuando permitieron que las agencias calificadoras de crédito no sólo usaran clasificaciones tales como la famosa triple AAA y otros niveles originalmente destinados a títulos de empresas y gobiernos locales, en títulos hipotecarios garantizados.

Y volvieron a fallar cuando permitieron que estas mismas agencias interactuaran con los securitizadores a fin de diseñar estructuras securitizadas donde pudieran otorgar altas calificaciones, en lugar de mantenerse en una posición de neutralidad honesta como condición de la transparencia de sus evaluaciones. De hecho, los reguladores fallaron en prácticamente cada paso del proceso donde se acumularon desequilibrios y prácticas turbias y que finalmente condujo a la crisis financiera que ya está costando falta de empleo y de ingresos a prácticamente todo el mundo.

### **La gran pregunta, por supuesto es *¿cómo pudieron haber fallado tanto?***

Primero, el aspecto más importante de estos fracasos es el hecho de que no tuvieron lugar en los países en desarrollo que no son considerados confiables para participar en foros tan técnicamente preparados como el Comité de Basilea. En realidad, la crisis comenzó, y es particularmente virulenta, en los Estados Unidos y se ha propagado con mayor intensidad

al Reino Unido y a Europa Occidental, y luego, por contagio a América Latina y a Asia. Allá pues con la justificación del *déficit democrático* según la cual restringiendo la membresía en el Comité de Basilea a los peritos representantes del G-10 se aumenta la eficiencia. No sólo no han sido capaces estos clubes cerrados de idear las normas que podrían haber beneficiado a un gran número de países, ni siquiera fueron capaces de crear las normas para su propio beneficio. Sin embargo, todos los países pagarán el precio por el fracaso de los reguladores de los países desarrollados que no supieron preparar normas eficientes para garantizar la estabilidad sistémica.

Por otro lado, los supervisores financieros están generalmente fragmentados como resultado de un proceso histórico que ha determinado su estructura como respuesta a aspectos particulares de cada crisis, o por lo menos en el enfoque a su misión. El afán por las utilidades llevó a las instituciones financieras a buscar métodos para explotar de manera provechosa el gran número de “agujeros negros” que siguen existiendo en los aparatos de supervisión, promoviendo acuerdos entre bancos, la banca de inversión y brokers, compañías aseguradoras, reguladas por diferentes entidades o de acuerdo con distintas normativas. Peor aún, tratar con fondos de cobertura o inclusive con entidades fantasma como las de interés variable, por ejemplo las SIV, permitieron que las instituciones financieras reguladas simularan transferencias de riesgo destinadas principalmente a engañar a los supervisores financieros.

Por supuesto, el problema principal no es realmente de competencia. Como claramente lo dice Greenspan, el problema es que los reguladores de los países desarrollados han compartido una premisa errada sobre cómo funcionan los sistemas capitalistas y, en particular, acerca de las propiedades sistémicas de los sistemas financieros de avanzada que operan en esas economías.

Los reguladores, al igual que los ideólogos puros, simplemente apuestan sobre la base de que las economías capitalistas son estables, salvo por la eventual ocurrencia de grandes sacudidas, “tsunamis”, que, al igual que los desastres naturales, no pueden ser evitados por ningún tipo de regulación. Los reguladores no deben sofocar las innovaciones financieras, porque eso sólo evitaría el progreso y mantendría el costo del

capital por sobre el que debería ser. La mano invisible debería resultar suficiente, como esperaba Greenspan, para garantizar la no existencia de excesos. Los mercados operarían con eficiencia, a no ser por las infortunadas conmociones que surgen de tanto en tanto. Los reguladores sólo tendrían que asegurar que los sistemas financieros pudieran contar con amortiguadores que absorbieran dichos impactos, aunque algunos pudieran ser tan fuertes que sólo quedara resignarse a sufrir el golpe.

Por supuesto no fue sólo una cuestión de ideología. Las instituciones financieras, los inversores, los especuladores, todos sacaron provecho de la rápida expansión de los mercados financieros en la década de los años 1990, que efectivamente se propagó mucho más rápido que los sectores productivos, lo que de por sí debería haber causado cierta preocupación.

Es muy difícil tratar de desenmarañar las influencias específicas de la ideología y el auto-interés. El mundo cerrado en el que viven los reguladores financieros está la mayor parte del tiempo poblado por los dos tipos, en posiciones intercambiables. Los reguladores, los bancos centrales y los ejecutivos de negocios financieros viven en promiscuidad, lo que de por sí no es un problema demasiado grave si los miembros de otros grupos sociales fueran invitados a participar efectivamente en sus reuniones.

Lo que resultó particularmente dañino fue el hecho de que todos compartían una misma visión del sistema financiero como estable, y de la regulación como de un inconveniente (costoso), que es un elemento central de lo que se conoce como la opinión *neoliberal* de la dinámica de las economías capitalistas. Basilea II, es en efecto el logro que corona este enfoque. El Acuerdo toma lo que el Comité consideró como las “mejores prácticas” desarrolladas por los bancos privados para medir y administrar los riesgos y convertirlos en paradigma a ser seguido por toda institución bancaria. El hecho de que estas prácticas se encuentren en la parte central de los métodos fallidos con los que los bancos se ocuparon de los riesgos acumulados hasta el punto de preparar la base para la crisis actual, muestra los errores inherentes a la adopción de esa estrategia errada propuesta por el Comité. La corriente crisis señala el fracaso del Acuerdo de Basilea II aun antes de ser adoptado a nivel mundial.

## CARACTERÍSTICAS GENERALES DE BASILEA II

El primer acuerdo de Basilea, firmado en 1988, era simple y establecía que los supervisores nacionales debían exigir a los bancos activos internacionalmente que mantuvieran un valor neto (capital propio) en la proporción de un 8% de sus activos considerados de alto riesgo (el riesgo era determinado por el comité mismo, y añadido al anexo del acuerdo). El acuerdo de Basilea II es muy complejo. Además de determinar requisitos de capital diferenciados para diferentes clases de bancos, también dirige la acción de supervisores y define los requisitos de acceso a la información. Basilea II depende de tres pilares: coeficientes de capitales basados en riesgo, supervisión y disciplina de mercado. La sección más importante del nuevo texto se refiere a los requisitos de capital. Los bancos se dividen en dos categorías: los bancos menos sofisticados tendrán que calcular sus requisitos de capital según la evaluación de sus activos proporcionados por agencias “externas”, tales como agencias calificadoras de riesgo. Los bancos que poseen sistemas más sofisticados de medición de riesgo podrán confiar en la información generada por el banco para calcular los requisitos de capital. Entre los bancos más avanzados, se diferencia entre bancos avanzados y menos avanzados, permitiendo que los primeros utilicen una mayor parte de sus datos que los segundos.

En el nuevo sistema, los supervisores realizan más funciones. Evalúan la calificación de riesgo, los sistemas gerenciales, y la estructura administrativa del banco para implementar la estrategia de riesgo y para manejar aquellos riesgos que no hayan sido tratados explícitamente en el nuevo acuerdo, como los riesgos de liquidez.

Finalmente, el tercer pilar, la disciplina del mercado, enumera la información que los bancos deben publicar para permitir que los mercados hagan su propia evaluación de los riesgos.

Abrir las instituciones que establecen regulaciones financieras a un mayor número de miembros aumentaría la probabilidad de que se escucharan otras voces, otras interpretaciones. En especial, considerando los daños que la crisis actual está causando en el mundo, con la pérdida de empleos, de producción, de retiros, de ahorros, etc. deberían escucharse y contemplarse otras opiniones sobre la operatoria de los sistemas financieros y su rol en las economías capitalistas. Las primeras reacciones a la crisis, sin embargo, no han sido prometedoras en este sentido.

# • Reacciones oficiales ante la crisis

Como se esperaba, quizás, después del pánico inicial, los reguladores, los ejecutivos financieros y un gran número de autoridades en los Estados Unidos, el Reino Unido, y Europa Occidental parecen haber convergido en la opinión de que ajustes relativamente marginales en la estrategia regulatoria seguida hasta el momento debieran ser suficientes para fortalecer el sistema financiero y prevenir otras crisis en el futuro.

Por supuesto, se hizo más hincapié en casa donde en repetidas oportunidades el Presidente Bush insistentemente reafirmó viejos slogans tales como que la regulación no debe sofocar la innovación, etc. Lo que es aún mucho más importante que las preferencias políticas del presidente saliente son las posiciones que adoptará el electo Presidente Obama con respecto a estas cuestiones. Si embargo, aunque el recientemente elegido presidente ha declarado en más de una ocasión su disposición a promover políticas activistas fiscales a fin de superar la crisis y controlar sus efectos, la postura de la nueva administración respecto de la cuestión de las regulaciones financieras es mucho menos transparente.

Por el momento, la iniciativa pública más importante de las autoridades a los efectos de examinar las responsabilidades de los reguladores y supervisores financieros en la generación de la actual crisis ha sido la reunión del G-20 en Washington DC, el 15 de noviembre de 2008. Como se demuestra en el largo comunicado hecho público una vez finalizado el encuentro, la opinión prevaleciente entre los gobiernos es la validez del sendero liberalizante que se ha venido siguiendo hasta el momento. Pueden ser necesarios algunos ajustes tendientes a mejorar los métodos de supervisión, pero no hay necesidad de cambiarlos significativamente.

Dichos ajustes fueron informados bajo cinco títulos: 1. Fortalecer la transparencia y las rendiciones de cuentas ; 2. Mejorar la regulación; 3. Promover la integridad en los mercados financieros; 4. Intensificar la cooperación internacional; y 5. Reformar las instituciones financieras internacionales.<sup>7</sup>

Bajo el primer titular, el G-20 respalda la confianza en las así denominadas “mejores prácticas” de la gestión de riesgos, con algunas mejoras en la forma en que se reúne y distribuye la información, particularmente con respecto a los datos fuera de los estados contables, que pueden seguir la forma tradicional de usar notas al pie. De tal modo, como antes, el G-20 seguirá confiando en la gestión de riesgo privada como pilar principal de la estabilidad sistémica.

La misma tendencia está presente bajo el segundo título, donde se expresa preocupación por el desempeño de las agencias calificadoras de crédito, pero se deja en claro que los gobiernos no están preparados para abandonar su dependencia de dichas entidades. Se agregan unas pocas inquietudes más respecto de las “instituciones sistémicamente importantes” que no han sido objeto aún de ningún tipo de regulación, aun cuando es bien conocida la oposición del gobierno de los Estados Unidos a extender las regulaciones a entidades tales como por ejemplo los fondos de cobertura.

Bajo el mismo título 2 se pone en claro que las “prácticas de gestión de riesgo bancario” siguen siendo el pilar principal de su estrategia regulatoria, recomendando que se preste atención a las formas de fortalecer dichas prácticas. El Comité de Basilea se supone va a seguir siendo el foro principal de los debates para el establecimiento de normas sobre supervisión bancaria, y se le encomienda la misión de analizar nuevas formas de comprobar la eficacia de los modelos internos de medición de riesgo de los bancos.

Finalmente, bajo el título 5, se hace un llamado a la expansión indefinida de la membresía en el Foro de Estabilidad Financiera (FSF)<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> La Casa Blanca, Presidente George W. Bush, Oficina de la Secretaría de Prensa, Declaración de la Cumbre sobre Mercados Financieros y Economía Mundial, 15 de noviembre de 2008. <<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2008/11/20081115-1.html>>

<sup>8</sup> El Foro de Estabilidad Financiera fue creado, en abril de 1999, con el objeto de promover la estabilidad financiera internacional a través del intercambio de informaciones y de la cooperación internacional con relación a la supervisión financiera.

De hecho, bajo este título y, en realidad en todo el comunicado, el G-20 reafirma la legitimidad de las entidades existentes, incluyendo los clubes informales como el Comité de Basilea y el FSF, para que conduzcan el proceso de búsqueda de mejoras en el cuerpo regulatorio existente. La presencia de Argentina, Brasil, China, México y otros países en desarrollo no hizo la más leve diferencia, según parece, para cambiar el enfoque del debate y contemplar otras posibles estrategias regulatorias o la autonomía nacional para seguir senderos independientes. El G-20 reafirmó el “compromiso con una economía global abierta” y aceptó que nuestros mercados financieros son globales en alcance, y por lo tanto, resulta necesario intensificar la cooperación internacional entre los reguladores y fortalecer los patrones internacionales, de ser requerido, y su consistente implementación a fin de protegernos contra acontecimientos adversos en otros países, regionales y globales que afectan la estabilidad financiera internacional. Los reguladores deben garantizar que sus acciones apoyen la disciplina del mercado, evitan impactos potencialmente adversos en otros países, inclusive los arbitrajes regulatorios y respalden la competencia, el dinamismo y la innovación en el mercado” (párrafo 8).

### G-20: ¿QUIÉNES SON SUS MIEMBROS?

El foro de ministros de finanzas y presidentes de bancos centrales conocido como nuevo Grupo de los Veinte (G-20) fue creado formalmente el 25 de septiembre de 1999, en la reunión de los Ministros de Finanzas del G-7. Fue creado como “un nuevo mecanismo para diálogo informal en el marco del sistema institucional de Bretton Woods, para ampliar el diálogo sobre cuestiones económicas clave y política financiera entre economías sistémicamente significativas y para promover la cooperación que permita lograr un crecimiento global estable y sostenible que beneficie a todos”<sup>9</sup>. Para lanzar al G-20 en su primera reunión ministerial en Berlín en diciembre de 1999, los ministros de finanzas del G-7 procedieron a invitar a “contrapartes de una cantidad de países sistémicamente importantes de regiones

<sup>9</sup> G-7. “Statement of G7 finance ministers and Central Bank governors”. Washington, DC, 25 sept. 1999. <<http://www.g7.utoronto.ca/finance/fm992509state.htm>>.

de todo el mundo,” así como representantes de la Comunidad Europea, el FMI y el Banco Mundial.

El nacimiento formal del G-20 puede rastrearse hasta la Declaración del G-7 en su Cumbre de Colonia, del 18 de junio de 1999. El G-20, a partir de esta formulación del “G-X” hasta su nacimiento, en septiembre de 1999, sucedió al anterior G-22, creado por iniciativa del Presidente Clinton en la reunión de líderes del Foro de Cooperación Económica Asia y del Pacífico (APEC, según sus siglas en inglés) de 1997. El G-20 incluye los países del G-7, y otros once países (incluyendo a Rusia, miembro del G-8). Los miembros del actual G-20 son los ministros de finanzas y presidentes de banco central de 19 países: Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Francia, Alemania, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica, Corea del Sur, Turquía, Reino Unido, y los Estados Unidos. La Comunidad Europea también es miembro, representada por la presidencia rotativa del Consejo y el Banco Central Europeo. Para asegurar que instituciones y foros económicos trabajen en forma conjunta, el Director Gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Presidente del Banco Central, más los máximos funcionarios del Comité Financiero y Monetario Internacional y del Comité de Desarrollo del FMI y del Banco Mundial, también participan en las reuniones del G-20 en carácter *ex-officio*.

Asimismo es importante observar que no es que sólo el G-20 parecía simplemente adherir a la misma clase de retórica y visión estratégica de los países desarrollados, sino que debe analizarse la legitimidad del G-20 que solía servir como foro para esta clase de discusión. Por supuesto el número de miembros del G-20 es superior al del G-8, pero ¿tiene algún mandato de los otros países (más de 160) que no fueron invitados a los debates? ¿Es posible que una reunión de 180 países (el FMI tiene un poco más de 180 miembros) no pueda producir un resultado? ¿Produjo esta reunión algo más sustancial? ¿En nombre de qué países hablan? ¿Está allí en su propia representación o representan a otros países?

Por lo tanto, es difícil considerar a la reunión del G-20 en noviembre como otra cosa que un encuentro político dirigido por un líder político saliente y cada vez más irrelevante y de menor poder para dar la impresión de que se están planificando o adoptando medidas. La reunión no representó un ataque real al *déficit democrático* característico de las instituciones

financieras internacionales que se ocupan de las regulaciones financieras ni señaló ningún cuestionamiento serio sobre las prácticas y estrategias regulatorias que condujeron a la peor crisis desde los años 1930.

### **Las Alternativas: algunos principios fundamentales**

¿Qué está en juego en este debate? Fundamentalmente existen dos opiniones sobre la forma en que operan los sistemas financieros en las economías capitalistas modernas. Por un lado, los neoliberales piensan que los mercados privados son estables y eficientes y que los agentes privados saben más. Según esta opinión, la regulación no sólo no protege adecuadamente la economía de las crisis financieras sino que las provoca con mayor frecuencia y severidad, ya que se entiende que la regulación (y su hermana gemela, la red de seguridad) distorsiona las percepciones del riesgo y los incentivos para controlarlo. El dominio neoliberal de los últimos veinte a treinta años llevó a la desregulación y a la liberalización financiera, a la negativa de tener bajo control a entidades sistémicamente importantes pero altamente especulativas, como por ejemplo las de interés variable, y también a una actitud laxa con respecto a la creciente adicción al juego que se convirtió en una característica de todo el sector financiero en los Estados Unidos y en Europa, y es finalmente responsable de la más profunda crisis de las economías capitalistas que se conoce desde la década del 30.

Pero los neoliberales no se arrepienten. Luego de un momento de perplejidad, como el demostrado por luminarias de esta corriente como Alan Greenspan, se reagrupan rápidamente en sus fortalezas, como por ejemplo el Comité de Basilea y el Foro de Estabilidad Financiera, para asegurarse de que cualquier cambio que pudiese surgir en el futuro quede limitado a “mejoras” marginales en los instrumentos ideados en el pasado. Entonces no se tiene la visión de que la causa fundamental de la crisis actual es la privatización de la regulación financiera, representada no sólo por la atribución de autoridades regulatorias a firmas privadas, como por ejemplo agencias calificadoras de crédito, y lo que es más importante, toda la estrategia de confiar en los propios métodos de los bancos para la medición y gestión autoregulatoria de riesgos como instrumentos de regulación prudencial para alcanzar la estabilidad sistémica.

Más bien se concibe la crisis como el resultado de la mala suerte, de la “excesiva codicia”, sea esto lo que quiera significar, y un sistema de supervisión que necesita ajustes. No de grandes cambios, sino de ajustes en los parámetros de sus modelos políticos. Así el Foro de Estabilidad Financiera propone normas más estrictas para conducir a las agencias de calificación crediticia, pero no su inhabilitación. El Comité de Basilea considera elevar los coeficientes de capital además de perfeccionar las fórmulas usadas para calcular esos coeficientes de modo que se contemplen los problemas de liquidez, etc. El sistema es bueno y puede mejorarse con el ajuste de algunas tuercas y tornillos.

Los críticos del proyecto neoliberal tienen opiniones muy diferentes. Los mercados financieros son campos particularmente fértiles para la especulación, las transacciones financieras son muy opacas, y la asimetría de la información facilita la manipulación del mercado. Lo que es más importante, los mercados financieros tienden a generar y acumular desequilibrios pero eventualmente explotan y causan serios problemas a toda la economía. Esto es motivado por el rol estratégico de la creación de crédito por parte de los bancos basado en su papel de proveedores de un sistema esencial de transacciones en la forma de depósitos bancarios.

Las instituciones financieras pueden contribuir con el pleno empleo y crecimiento, dentro de determinados parámetros de seguridad sistémica, pero ello requiere una regulación eficiente y una supervisión atenta. Las autoridades regulatorias y supervisoras deben siempre prestar atención a la forma en que surgen y se expanden los desequilibrios en las operaciones financieras inhibiéndolos antes de que provoquen un verdadero daño al resto de la economía. Para quienes tienen una opinión crítica sobre el proyecto neoliberal, la actual crisis es el resultado de la acumulación de tensiones y desequilibrios que es de esperarse suceda cuando los mercados financieros son dejados en libertad para elegir sus propios caminos y de la omisión de los reguladores que consideraron que su trabajo consistía en liberar las fuerzas del mercado en el sector.

Consecuentemente, mientras propuestas como las enumeradas en el comunicado del G-20 emitidas después de su reunión del mes de noviembre en la Casa Blanca apuntan principalmente a *hacer que el casino*

*sea más seguro para los jugadores*, los críticos de esta defensa del neoliberalismo apuntan a un cambio radical de las estrategias en el terreno regulatorio.

Para que ello sea posible, sin embargo, un obstáculo fundamental es el *déficit democrático* en la operación de las instituciones regulatorias internacionales en el campo de las finanzas. Para dar forma a sistemas financieros que sirvan al sistema productivo, en lugar de subordinarlo, el objetivo principal de la regulación financiera debe ser fomentar el pleno empleo y el desarrollo, y preservar la estabilidad del sistema. De la forma en que las instituciones relevantes funcionan en la actualidad, no existen oportunidades para que estos objetivos sean considerados con seriedad.

Aun un FSF “ampliado”, como lo sugiere el G-20, (no se dice nada sobre un Comité “ampliado” de Basilea, y ni hablar de un Comité realmente representativo), no permitiría un punto de vista adecuado y contrario a la visión de los ejecutivos y de los reguladores financieros que muchas veces comparten los mismos puntos de vista que dominan los aparatos regulatorios en los países desarrollados. Deben analizarse alternativas más extremas que permitan considerar seriamente otras preocupaciones tales como la economía real, el empleo y el desarrollo.

## REPRESENTACIÓN DEMOCRÁTICA

El primer prerequisite para una reforma radical es la democratización de las entidades regulatorias internacionales. Para lograrlo, es necesario remitirse a las Naciones Unidas, el único foro en el que cada país está plenamente representado según la regla de “un país, un voto”. Esto no significa que todo deba hacerse en asambleas generales, sino que significa que la representación legítima y los mandatos definidos deben ser decididos en una asamblea general en la que todas las naciones tengan igual voz y representación. Mayorías dobles, mayorías triples, representación regional o grupal, hay muchas posibilidades de hacer todo el proceso de reforma más democrático. Pero debe hacerse con participación universal y completa. El G-20 es mejor que el G-8, que puede haber sido mejor que el G-3 o el G-1. De hecho hay que comenzar por un G-192 y en el único lugar donde se puede alcanzar algo así es en las Naciones Unidas.

Considerar con seriedad las propuestas radicales, sin embargo, requiere algo más que simplemente identificar los propósitos a los que debe servir un sistema financiero reconstruido. Es importante además reconocer que el cambio debe ser paulatino y, en muchos casos, secuencial. En otras palabras, es necesario pensar en forma estratégica, diferenciar los objetivos que pueden alcanzarse relativamente con menos esfuerzo y más rápidamente que aquellos cuyo desarrollo requiere más tiempo. De este modo, en círculos oficiales funcionarán dos procesos paralelos a lo largo de los próximos meses o años. Uno procurará medidas y programas para mitigar los efectos de la crisis financiera y de la recesión en la economía real. Esto tendrá lugar a nivel nacional y en algunos casos sobre una base regional. El otro procurará diseñar una nueva arquitectura financiera. Este proceso multilateral se inició el 15 de noviembre en Washington y continuará durante meses, si no años.<sup>10</sup>

La búsqueda exitosa de una reforma significativa ha de requerir que tanto en el corto como en el largo plazo las medidas a adoptar sean progresivas, protejan a la población de los peores impactos de la crisis y contribuyan a la reanudación de las actividades productivas, pero que también aumenten la estabilidad del sistema y rompan el dominio de los mercados financieros sobre las decisiones relativas a la producción y el empleo. De hecho, debemos pensar en términos de que se están produciendo dos procesos paralelos, uno con objetivos inmediatos y el otro con objetivos a largo plazo. La definición de medidas y programas inmediatos para mitigar los efectos de la crisis financiera y la recesión global que se avecina debe ser acompañada por los objetivos a plazo largo del diseño de una nueva arquitectura financiera. No debemos sorprendernos por el carácter conservador de la respuesta a este desafío por parte de los círculos oficiales: rescates financieros para instituciones financieras y quizás para firmas no financieras, así como ajustes incrementales de corto plazo en las estrategias regulatorias actuales, según lo anunciado por el Comité de Basilea en un parte de prensa del 20 de noviembre.

---

<sup>10</sup> La profundidad de la crisis actual puede asegurar que el debate dure años, en contraposición al alboroto de 1998 alrededor de la necesidad de una “nueva arquitectura financiera” que fue olvidado cuando poco después la economía mundial se recuperó.

Si bien es necesario adoptar medidas de emergencia en el corto plazo, es importante que estas medidas restauren la estabilidad del sistema y no simplemente salven a banqueros y especuladores – el principio de que “el especulador paga” debe ser la voz de alerta. También es fundamental que esas medidas establezcan una minuciosa diferencia entre fondos de cobertura, fondos de patrimonio privado (*private equity*)<sup>11</sup> y otras entidades con alto nivel de apalancamiento (*leverage*), y aquellos fondos que de hecho reúnen los ahorros de la población en general, como los fondos de pensión.

Mientras las medidas de rescate deben evitar recompensar a los ejecutivos por hundir sus naves, las penurias financieras provocadas a aquellos a quienes les vendieron préstamos *subprime* en forma fraudulenta deben ser solucionadas de la misma forma en que lo harían con cualquier otro caso de fraude. Por último, los métodos de rescate financiero deben ser trazados de modo que se asegure que las ganancias eventuales que surjan de la provisión de fondos públicos retornen al Estado y de esta forma, a la sociedad.

Mantener una visión estratégica de todo el proceso, por otra parte, también significa que las reformas deben apuntar a rediseñar el proceso de liberalización financiera para garantizar que proporcione financiamiento adecuado para atender a las necesidades de inversión productiva más que servir al predominio de las actividades financieras por sobre las productivas.

Hay una amplia variedad de perspectivas críticas sobre las limitaciones del proyecto neoliberal que conducen a una también amplia variedad de propuestas de reforma. No obstante, en todos o en la mayoría se pueden identificar como esenciales algunos aspectos que tienen en común.

Primero y principal, por supuesto, es la preocupación por el desempeño adecuado de las instituciones financieras y los mercados en el papel de proveedores de crédito y liquidez para las firmas productivas y consumidores, para apoyar las actividades productivas y la circulación de bienes y servicios. Los servicios financieros son en su mayoría insumos, no bienes terminados, y se los debe colocar cuando los consumidores y las

---

<sup>11</sup> Se trata de un tipo específico de fondo de acciones. Dichos fondos compran acciones de empresas cotizadas en bolsa para sacarlas del mercado “cerrando” de esta manera el capital de la empresa hasta que se decida venderlas al público nuevamente.

empresas los necesiten, a costo razonable. Esto significa que la prestación de servicios financieros debe adaptarse para satisfacer las necesidades de las empresas y los hogares, y que las innovaciones financieras deben atravesar un proceso de selección antes de su difusión para garantizar que realmente sirvan a los intereses de la sociedad, y no servir a los propósitos de las instituciones financieras de evadir la regulación.

Los mercados financieros y las instituciones deberán entonces ser funcionales a las necesidades de desarrollo y producción, promover la inclusión y el acceso abierto a los productos de servicios y ahorros de la población en general. Pero esto no es suficiente. También es crucial que estas funciones se realicen sin poner a la sociedad en riesgo de serias turbulencias y crisis. Esto significa que la regulación y supervisión deben ser reconocidas como lo que son: trabajo policial para controlar las tendencias destructivas incubadas en la operación normal de los mercados financieros. No es cuestión de criminalizar las actividades financieras. Debe reconocerse, sin embargo, que algunas actividades presentan amenazas especiales a la sociedad y por lo tanto se transforman en el objeto de especial atención y monitoreo.<sup>12</sup>

Para asegurar que se cuide la estabilidad del sistema, la regulación financiera debe extenderse a todos los segmentos del sistema. Instrumentos tales como por ejemplo derivados extra-bursátiles o entidades tales como “entidades de interés variable”, fondos de patrimonio privado y fondos de cobertura deben ser evaluados desde el punto de vista de su impacto en la macro-estabilidad general del sistema a través de regulación macro-prudencial. Otras instituciones financieras como los bancos de inversión, donde los entes de supervisión como las Comisiones de Intercambio de Valores sólo aplican regulaciones para garantizar la integridad del mercado, deben estar sujetas a regulaciones tanto micro como macro-prudenciales. De hecho, la regulación financiera y la supervisión deben superar su histórica fragmentación – que subsiste aún en aquellos países en los que los supervisores se reúnen en la misma institución, tales como la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido.

---

<sup>12</sup> Como sucede, por ejemplo, con la industria farmacéutica o con el transporte aéreo con respecto a los cuales algunas preocupaciones similares en relación con la seguridad requieren una regulación y supervisión cuidadosas por parte de las autoridades.

No sólo es cuestión de unificar las estructuras burocráticas, sino de desarrollar una visión integrada de la operación de los mercados financieros tanto a nivel macro como de las instituciones en forma individual en una era de rápida consolidación. Los supervisores deben controlar el alcance y las modalidades de crecimiento del apalancamiento y de desarrollo de la fragilidad financiera. No es posible que se pueda ocultar el apalancamiento con entidades fantasma no reguladas simplemente creadas para esconderlo de los supervisores. Por el contrario, los supervisores deben tener poder para pedir información y restringir el comportamiento en todos los segmentos del sistema financiero para asegurarse de que la seguridad del sistema es tenida en cuenta adecuadamente.

Un punto importante a considerar cuando se trazan propuestas de reforma regulatoria luego de una era de globalización de libre mercado casi sin control es que, contrariamente a los rumores insistentes, la prominencia de la variante anglosajona del capitalismo no hace que todas las otras variantes estén equivocadas o sean insostenibles. De hecho, Europa, y – en forma más patente – Asia, desarrollaron instancias particulares de organizaciones sociales capitalistas con profundas diferencias respecto del modelo empleado en los Estados Unidos y en el Reino Unido. Un punto clave de contraste entre estas experiencias radica precisamente en el papel reservado para el sistema financiero en cada país. La centralización de la toma de decisiones sobre la regulación financiera en entidades internacionales como el Comité de Basilea amenazó con homogeneizar estas estructuras, y de hecho avanzó en esa dirección, pero como la crisis socava el prestigio del tipo norteamericano de organización financiera, probablemente se reafirme la validez de otros formatos.

Esto debería ser una buena noticia especialmente para los países en vías de desarrollo, que se han visto forzados a adoptar métodos de supervisión como los creados por el Comité de Basilea, pero que ahora pueden recuperar algún grado de autonomía en esta materia. La autonomía nacional en cuestiones regulatorias es mencionada como en un ritual en el párrafo 8 del comunicado del G-20, pero todas las propuestas concretas que contiene el documento suponen una vez más que los principales centros de la toma de decisiones serán nuevamente las mismas entidades internacionales que lo fueron antes.

## BANCO DE DESARROLLO

La ola neoliberal que creció hasta transformarse en un tsunami en los países en vías de desarrollo de América Latina durante la década de 1980 condujo a la privatización o a la eliminación de los bancos públicos de fomento en la mayoría de esos países. Cuando ello no era políticamente factible, se lograba la neutralización de esos bancos obligándolos a especializarse en prestar servicio a sectores especiales como el de la pequeña empresa, o a atender necesidades específicas. Muchas veces también se los obligó a operar de acuerdo con los principios de la banca privada. Se ponía especial énfasis en la necesidad de que los bancos de fomento fuesen “rentables y seguros”. En algunos casos, esto se lograba al obligarlos a seguir las normas de Basilea, como los bancos privados. Los bancos de fomento son importantes precisamente porque en los países en vías de desarrollo hay muchos proyectos a financiar que no son rentables en forma privada pero son socialmente útiles porque tienen beneficios más amplios, tales como saneamiento de agua, o generación de energía de bajo costo. Otros proyectos pueden ser demasiado riesgosos para que los bancos privados los financien, como aquellos que implican la introducción de innovaciones técnicas. Exigir que los bancos de fomento operen como bancos privados se basa solamente en la idea de que “el mercado sabe lo que es mejor” y si la privatización no es políticamente aceptable por alguna razón, obligarlos a actuar como si fuesen bancos privados puede ser mejor que nada. Un paso fundamental en la lucha contra las reformas y políticas neoliberales es recuperar el rol de los bancos de fomento, libres de las limitaciones regulatorias que, como la actual crisis demuestra todos los días, ni siquiera funcionan para los bancos privados.

## Sociedad civil en acción

Para ofrecer un punto de vista diferente a estos acontecimientos, y para presionar a los gobiernos de los países en vías de desarrollo para que presenten sus propios puntos de vista y defiendan sus propios intereses en este proceso, las organizaciones de la sociedad civil deben estar preparadas para identificar y debatir modelos alternativos de organización del sistema financiero que puedan suplantar y tomar el lugar de la estructura liberalizada implementada durante los últimos veinte a treinta años.

Hay tres modelos alternativos básicos que podrían reemplazar los formatos actuales y cumplirían con los requisitos expresados.

1. Un sistema financiero drásticamente reducido en el que los servicios de créditos y transacciones serían prestados por bancos públicos y se cerrarían los mercados de patrimonio privado. Se evitaría la especulación en el sistema bancario por medio de la especificación estricta de sus funciones. En este criterio, se considera que los mercados de títulos han creado más problemas que beneficios, porque estimulan las operaciones de corto plazo, el excesivo apalancamiento, y la manipulación de precios de activos en los mercados secundarios. Como fuente de capital para actividades productivas e inversión, los mercados de títulos se consideran inferiores a los bancos ya que estos últimos pueden realizar un análisis crediticio más preciso que los inversores masivos.
2. Un sistema financiero mixto, en el que el sector bancario fuese absorbido por el Estado, pero los mercados de títulos y de intermediación financiera no bancaria permaneciese en manos privadas, aunque estrechamente regulados y supervisados. Una vez más, la propiedad pública del sistema bancario aligeraría la carga de los reguladores, ya que estas instituciones operarían estrictamente de acuerdo con su misión previamente establecida. La regulación de las instituciones no bancarias y de los mercados financieros cambiaría de forma tal como para restaurar la autoridad y eficiencia de las regulaciones y su supervisión.
3. El tercer modelo preservaría la propiedad privada de los bancos y de las instituciones financieras no bancarias así como los mercados de títulos, pero renovarían drásticamente el sistema de regulación y supervisión. En particular, se abandonarían la estrategia actual de Basilea de realizar regulación prudencial basada en normas microeconómicas, en favor de un criterio sistémico y macroeconómico de estabilidad. La nueva estrategia regulatoria serviría de hecho para restaurar los métodos y objetivos centrados en control de riesgo más

que en la medición y gestión de riesgo como ha sido el objetivo expresado por el Comité de Basilea.

El papel de los supervisores debe ser la contención de riesgos más que tratar de medir lo que por su naturaleza es inconmensurable por parte de instituciones individuales, tales como el riesgo sistémico. En esta interpretación se piensa que los riesgos sistémicos son creados no tanto por el comportamiento de las instituciones individuales sino por la interacción entre ellos que permite que el apalancamiento crezca hasta niveles insostenibles. Los supervisores deberían preocuparse menos por fuegos fatuos como medidas apropiadas de riesgo que podrían servir al establecimiento eficiente de los coeficientes apropiados de capital, y volver a prácticas más simples y quizás más eficientes como establecer los índices de apalancamiento y de la liquidez para poner un tope a la exposición a riesgo de los bancos.

Estas son tres propuestas estratégicas muy diferentes para ocuparse del fracaso de la regulación a gran escala y que derivó en la crisis financiera actual. La opción por una de ellas puede depender de preferencias políticas y culturales, factores legales, y aún simples estimaciones de eficiencia de cada formato en cada contexto nacional. Todas esas propuestas, sin embargo, comparten una característica fundamental que es restaurar el papel prominente de las entidades públicas en el control del sistema financiero que garantice que cumpla con un papel constructivo en la financiación de actividades productivas y el consumo en tanto preservan al mismo tiempo un grado aceptable de estabilidad del sistema.

## MÉTODOS DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN

El criterio de riesgo del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea representó una ruptura con los métodos tradicionales de regulación y supervisión. La regulación financiera prudencial tradicional estuvo basada en una serie de indicadores centrados alrededor del acrónimo en inglés CAMEL (capital, calidad de activos, gestión, ganancias y liquidez). Los índices estándar (excepto por el elemento de

gestión) comparadas con un grupo de pares dieron la métrica para la evaluación del valor crediticio de un banco. No obstante, los reguladores de diferentes países aplicaron los diversos elementos de acuerdo con las características de sus mercados financieros locales, y crearon normas diferentes para bancos que operaban a través de las fronteras nacionales.

El primer Acuerdo de Basilea de 1988 buscó una norma común que pudiese crear una medición común y un nivel de igualdad de condiciones internacionales para los bancos globales. Esta medida fue un índice común entre capital bancario y activos bancarios de riesgo ponderado, establecido en un mínimo del 8%. Las ponderaciones asignadas a los activos bancarios eran comunes para todos los bancos y reflejaban los riesgos relativos de diferentes tipos de activos. De esta forma, a la deuda soberana a corto plazo del gobierno de un país en vías de desarrollo se le daba una ponderación cero, lo que significaba que un banco no tenía que retener capital para fondos invertidos en estos activos, mientras que los préstamos de negocio y los préstamos en hipoteca tenían ponderaciones de 100%, lo que significaba que el banco tenía que retener 8 centavos de capital por cada dólar prestado. Como el capital bancario tiene un costo determinado por el retorno sobre las inversiones alternativas que los dueños del banco pueden percibir, la idea era estimular a los bancos para que retuvieran activos menos riesgosos en sus balances.

Sin embargo, como las categorías de riesgos cubrían espectros amplios de activos (un préstamo al bar local tendría la misma ponderación de riesgo que la hipoteca sobre una iglesia) los bancos buscaron aumentar sus retornos mediante préstamos a los tomadores más riesgosos dentro de cada clase. Además, la simple existencia de diferentes clases de riesgo creó distorsiones en la adjudicación de capital impulsadas por las clasificaciones de riesgo más que sobre la base de consideraciones económicas. Así, se encaró una revisión de Basilea II para proveer especificaciones de riesgo más precisas y para incluir otros factores como riesgos de las operaciones y permitir a los bancos tener un margen de auto regulación a través de otros modelos propios de análisis de riesgos. Este criterio trató de adoptar métodos prudenciales sensibles al riesgo para establecer los números específicos según el perfil particular de balance de cada banco, acorde con su historia.

El método Basilea II de regulación prudencial, basado en la premisa de que puede asegurarse la estabilidad si los propios bancos miden en forma apropiada los riesgos relevantes, se basa en una idea falsa: las mejores estadísticas sobre eventos adversos pasados puede suministrar indicadores cuantitativos confiables de estrategias operativas seguras. Esto ha resultado un error, porque todos los bancos tenían índices satisfactorios de capital al entrar a un período en el que casi todos se precipitaban hacia la insolvencia. Esto sugiere que podría haber llegado el momento de retornar a una evaluación más tradicional de límites aceptables para las estrategias bancarias basadas en la revisión y evaluación de los índices de los balances de los bancos.

## Lograr cambios en la regulación financiera

Existen por lo menos dos obstáculos a superar para permitir que realmente tenga lugar el debate de estas alternativas (además, desde luego, de las avanzadas por entidades tales como el Comité de Basilea). En primer término, los foros donde se supone que se han de implementar deben ser ampliados o reemplazados en su totalidad. No tiene sentido que una nueva revisión de Basilea II, por ejemplo, sea realizada por el mismo Comité que produjo tan fallido criterio de estabilidad bancaria. El argumento “técnico” a favor de la discusión en un *petit comité* ha sido desprovisto de toda legitimidad por la incapacidad de evitar que se desarrollara una crisis tan profunda y por el hecho de que el costo de la crisis se ha diseminado por todo el mundo, lo que debería ser un factor a considerar en todo nuevo plan que surja en el futuro. Además, como se señaló en *¿Quién controla el sistema financiero?* (CARVALHO; KREGEL, 2008, p. 30-31), el nocivo impacto de Basilea II sobre los países en vías de desarrollo fue visible mucho antes de que quedara demostrada la inadecuación de ese Acuerdo debido a la crisis en los países en vía de desarrollo.

El segundo obstáculo es la posible reticencia, en particular por parte de los países desarrollados, a reconocer el derecho de cada país a adoptar estrategias regulatorias que atiendan a sus propios intereses, aun si estas estrategias se apartan de un modelo preferido colectivamente. De hecho, ésta podría ser la exigencia más importante a ser presentada por los países en vías de desarrollo, porque aun si aquellas entidades están

abiertas a un gran grupo de países, no hay garantía de que se considerarán seriamente sus necesidades. Ha sucedido muchas veces que se les da voz a algunos países, sólo para no considerar sus demandas u observarlas de la boca para afuera en documentos diplomáticos y comunicados que no se piensan implementar.

Como fuere, no se puede dejar de insistir en el déficit de representación característica de entidades tales como el Comité de Basilea o el FSF. Esto se debe a que aun si la pertenencia al Comité de Basilea debiera decidirse según criterios estrictamente financieros, no habría motivo para incluir a Suecia o incluso a Suiza, o lo que es peor, a Luxemburgo, y excluir a China, Brasil o Corea del Sur. Pero – y debemos ser inequívocamente claros en este punto – no es cuestión de incluir a este país o a aquél, sino de reconocer que se está ante una cuestión de importancia en todos los países, ricos y pobres, desarrollados o en vías de desarrollo, de manera que voz e influencia deben ser garantizados a todos.

## Lo que viene

Eliminar, o aun reducir significativamente el *déficit democrático* en las entidades internacionales que asumieron la responsabilidad de formular reglas de regulación financiera es por cierto una tarea muy difícil. Estas instituciones suelen estar aisladas, protegidas por sus países miembros desarrollados que o evitan que se agrande la cantidad de miembros o sostienen procedimientos de votación que inclinan el resultado de cualquier debate contra los países en vías de desarrollo.

Los obstáculos creados para mantener a la mayoría de los países fuera o sin influencia, sin embargo, fueron desprovisto de toda legitimidad por el gran fracaso regulatorio que derivó a partir de las estrategias de desregulación avanzadas por dichas entidades desde la década de 1980. Es momento de cambiar sus reglas para la toma de decisiones o de abandonarlas por completo, y de abandonar el proyecto neoliberal de globalización financiera y restaurar un grado significativo de autonomía para cada país (incluyendo las naciones en vías de desarrollo) y seguir las estrategias elegidas. La consideración de los controles de capital para dar más opciones a cada país ya no puede soslayarse por principio, como se hizo en el momento de auge del neoliberalismo.

## CONTROLES DE CAPITAL

Es el nombre que se les ha dado a aquellos instrumentos que sirven para evitar o retrasar el ingreso y/o salida de capitales financieros hacia o desde una economía nacional, cualquiera sea ésta. La movilidad de capitales, es decir, la capacidad de trasladar capitales de una economía a otra, otorga a quienes poseen grandes patrimonios el poder de evitar que aun los gobiernos democráticamente elegidos adopten políticas que no les favorecen. Ante la ausencia de controles de capital, los dueños de la riqueza pueden, por ejemplo, oponerse a una ley que imponga mayor tributo sobre los grupos de mayores ingresos simplemente retirando sus capitales del país, agotando sus reservas internacionales y provocando una crisis en la balanza de pagos. Cuando el Presidente socialista François Mitterrand introdujo en Francia el impuesto a la riqueza en 1981, los franceses poseedores de grandes patrimonios evitaron pagarlo retirando simplemente sus capitales fuera del país. El desmantelamiento de los controles de capital se denomina liberalización de las cuentas de capital (o CAL según su sigla en inglés). Ante la ausencia de dichos controles, los bancos centrales se pueden ver forzados a mantener altas las tasas de interés locales para evitar la fuga de capitales, como ha sido el caso en Brasil luego que F.H. Cardoso desmantelara los controles de capital existentes.

Los controles de capital pueden existir bajo diferentes formas. Se puede tratar de controles administrativos, cuando, por ejemplo, se prohíben sencillamente algunas operaciones o se las somete a límites impuestos por el gobierno. Pueden existir controles de mercado, cuando un gobierno impone un tributo sobre transacciones financieras con el extranjero, tornándolas así más onerosas (y por ende, menos rentables). Se puede evitar el ingreso de formas de capital no deseadas, rechazándose, por ejemplo los movimientos de capital especulativo a corto plazo. El resultado final es que la liberalización de las cuentas de capital reduce el poder del Estado (y de la sociedad que éste representa) ya que permite a algunos ciudadanos evadir sus leyes mediante el simple retiro de sus posesiones del país, creando en ese proceso toda suerte de presiones en la balanza de pagos.

Tal proceso, por otra parte, se enfrenta a enormes dificultades. Por una parte, las instituciones han resistido enérgicamente a todo intento de influir sus puntos de vista en estas cuestiones en la esperanza de

influir sobre los procedimientos de toma de decisiones. Aun la mera rendición de cuentas de entidades, como el FMI, que sólo se inició tras incesante presión ejercida sobre las mismas, especialmente después, en el caso del Fondo que había cometido errores tan graves como durante la crisis asiática de 1997/1998.

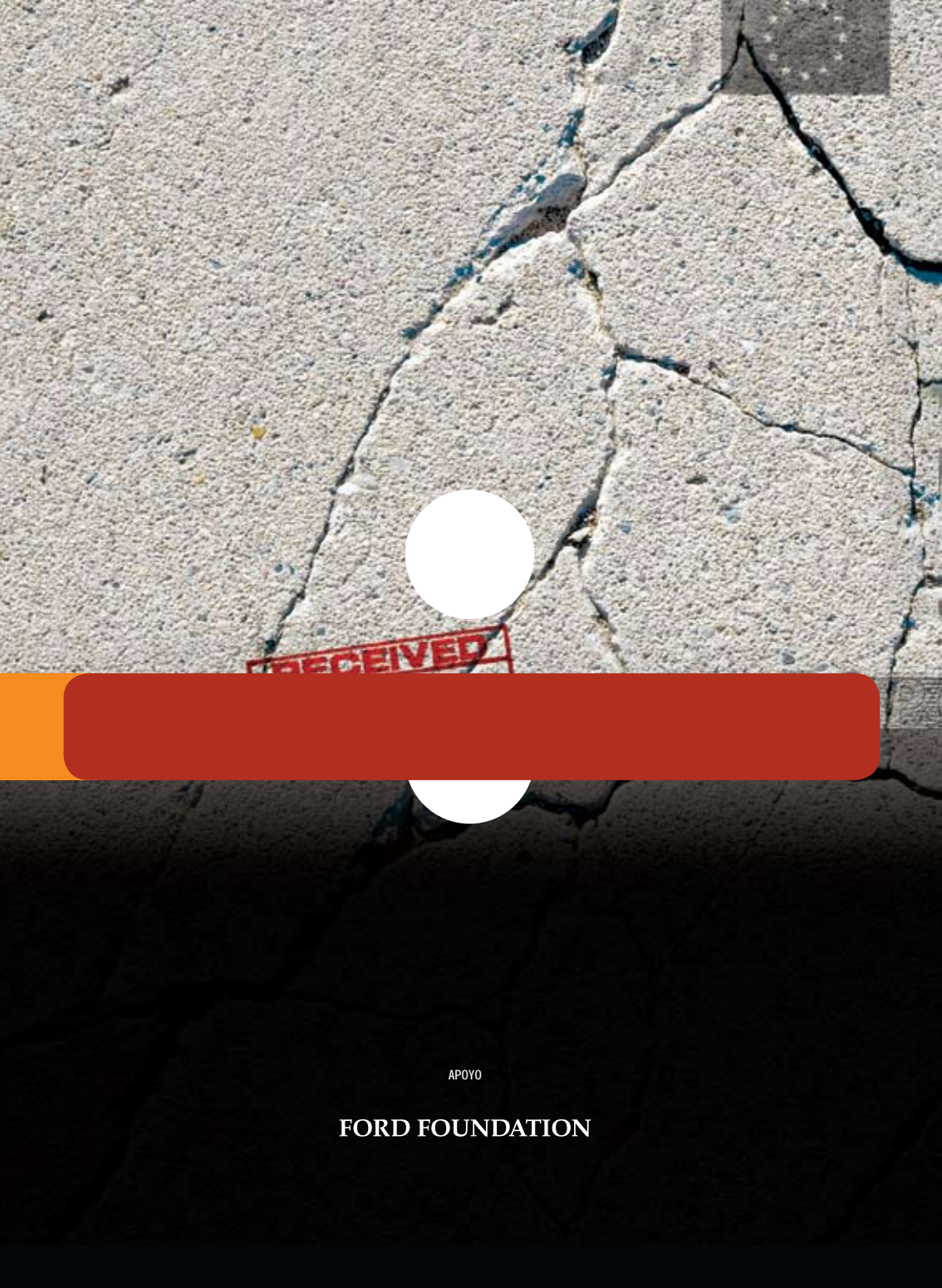
Los problemas no se restringen a la resistencia opuesta por las propias entidades a abrir sus procesos de toma de decisiones. También hay dificultades del otro lado de la valla. Los países deberían estar mejor representados en las entidades; las organizaciones de la sociedad civil deberían poder hacer oír su voz. Eliminar el *déficit democrático* significa abrir las instituciones internacionales a esas dos fuerzas, pero de un modo diferente. Además, existe el problema de gobiernos no democráticos, como existe el problema de ONG ilegítimas. Hacer frente a estas cuestiones no es fácil, pero es una dificultad que no se puede evadir.

Finalmente, probablemente nada suceda, más allá de medidas simbólicas de dudosa eficacia, si las organizaciones de la sociedad civil no organizan campañas fuertes, por un lado para impulsar a los gobiernos de los países en vías de desarrollo para que exijan una participación más efectiva en esas entidades, y por otra parte, para movilizar la opinión pública en los países desarrollados para que apoyen estas demandas. Esto significa que las ONG tienen que diseñar fuertes campañas de movilización para explicar por qué estas cuestiones tienen crucial importancia para todos los ciudadanos, que los mercados financieros no son sólo un juego para los ricos, sino actividades que pueden engendrar grandes riesgos para el bienestar de todos como lo evidencian las actuales condiciones. Se puede crear una campaña alrededor de dos temas muy importantes: primero, la necesidad de mayor control público de las actividades financieras, trabajar para reducir el *déficit democrático* en la gobernanza financiera global; y segundo, la necesidad de restringir el predominio del sector financiero, y diseñar políticas que den prioridad al empleo, desarrollo e ingreso y distribución de la riqueza.

Deben definirse las redes y deben procurarse alianzas sólidas a estos efectos. Muchas organizaciones de la sociedad civil preocupadas por cuestiones tales como la estabilidad financiera y macroeconómica nacional e internacional siguen trabajando en relativo aislamiento. A

otras les preocupan los aspectos particulares del problema, tales como la evasión impositiva, el FMI y la responsabilidad del Banco Mundial, la cancelación de deuda de los países en vías de desarrollo, los procesos presupuestarios participativos, y por supuesto, el intercambio de servicios, incluyendo servicios financieros, en los que se toman muchas decisiones regulatorias sin atraer la atención que merecen. La energía y el esfuerzo puestos en estas actividades podrían incrementarse considerablemente si se adoptase una acción conjunta. Pero sin importar lo amplio de este listado, está lejos de agotar las instituciones y grupos que deberían participar en la campaña para las reformas democráticas en el gobierno financiero internacional. Los partidos políticos, los sindicatos, las campañas antiprivatización y los movimientos de derechos humanos que desarrollan en forma creciente su trabajo en derechos económicos y sociales además de los derechos civiles y políticos deberían ser aliados naturales en dicho esfuerzo.

Un factor importante en tal esfuerzo es la creación de capacidad analítica entre los militantes de las organizaciones de la sociedad civil y los funcionarios gubernamentales de los países en vías de desarrollo de modo que las campañas puedan ser conducidas con mayor firmeza y las críticas a la globalización financiera neoliberal sea más punzante. Contribuir a tal esfuerzo ha sido un objetivo central de este proyecto.



RECEIVED

ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ

FORD FOUNDATION