

# De la desregulación y crisis a las finanzas para el desarrollo económico

From deregulation and crisis to finance for economic development

Alejandro Vanoli y Augusto Magliano\*

## Resumen

Después de un largo periodo de fuerte desregulación financiera no solo no se generaron condiciones de crecimiento económico sostenido, sino que las posibilidades de desarrollo se extinguieron por completo para el mundo entero, desde China a Estados Unidos y de Argentina al Congo. Se abandono la estrategia según la cual, en términos generales, es conveniente canalizar los excedentes nacionales hacia la economía real a través del financiamiento de largo plazo, sosteniendo el nivel de actividad y empleo como lo muestran las experiencias exitosas de desarrollo económico. Se argumenta desde esta perspectiva que el neoliberalismo ha fracasado. Ante la incapacidad de entidades como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, se han ido generando iniciativas regionales de financiamiento en particular en América Latina y Asia. Además se hace la crítica de las limitaciones de las instituciones financieras internacionales no sólo por la insuficiencia, sino también por su escasa visión democrática. Por lo resulta indispensable que se adopte una regulación que evite las grandes irregularidades en las que cayó el sistema financiero internacional.

**Palabras Clave:** Finanzas Internacionales, Liberalización Financiera, Crisis Financiera

## Abstract

For many decades, strong financial deregulation not only failed to generate conditions for sustained economic growth, but it also completely extinguished the possibilities for development throughout the entire world. Despite successful experiences of economic development that followed the strategy of channeling a nation's economic surplus to the real economy through long-term financing in order to sustain economic activity and employment, this strategy was abandoned. From this perspective the authors argue that neoliberalism has failed. In the face of the inability of entities such as the International Monetary Fund and the World Bank, regional financial initiatives have sprung forth in Latin America and Asia. The authors criticize the limitations of such entities not only for their insufficiency, but also for their lack of democratic vision. As such, it is indispensable to adopt a regulation that avoids the irregularities to which the international financial system succumbed.

**Key Words:** International Finance, Financial Liberalization, Financial Crisis

## Introducción

El mundo está sufriendo una crisis económica que deriva de la conjunción de fuertes desequilibrios en los países desarrollados y que se vio amplificada por una globalización financiera descontrolada, provocando un masivo aumento de desempleo alrededor del mundo. El paradigma neoconservador en lo político y neoliberal en lo económico generó un modelo donde la

---

\* Alejandro Vanoli, Vicepresidente de la Comisión Nacional de Valores (CNV) de Argentina . Augusto Magliano, Asesor de Directorio de la CNV. Correo electrónico: [avanoli04@yahoo.com](mailto:avanoli04@yahoo.com); [amagliano@bcra.gov.ar](mailto:amagliano@bcra.gov.ar) Las opiniones vertidas son responsabilidad de los autores y no comprometen al Directorio de la CNV.

especulación financiera se desarrolló al amparo de la desregulación generando una burbuja que estalló causando la crisis global más trágica desde 1930. Ya ni hablamos de la crisis mexicana, rusa, asiática, brasileña, o argentina. Esta es la crisis del sistema cuyo origen está en las políticas desreguladoras y ortodoxas de Europa y Estados Unidos (US).

Los países desarrollados se encuentran en una fase aguda de recesión. Las políticas de mayor liquidez, la ayuda a los bancos y las reducciones de impuestos no sólo no son soluciones de fondo sino que además son socialmente regresivas. Se impone la necesidad de políticas de reactivación de la demanda con Estados sólidos y una fuerte regulación financiera. Frente al nuevo fenómeno de *desglobalización* (reversión de flujos de capital hacia los países desarrollados a través de las multinacionales e inversores internacionales), los países emergentes, poseen un margen de maniobra acotado para realizar políticas fiscales y monetarias expansivas para atenuar la caída en el ciclo económico ante la salida de capitales, lo cual genera desequilibrios importantes en el sector externo. Este hecho implica que los países subdesarrollados deben profundizar los controles al movimiento de capitales, evitando que el ahorro interno financie los déficits de los países desarrollados. Complementariamente, se deben crear los mecanismos e instituciones necesarias (vgr. Bancos Nacionales de Desarrollo) para canalizar los excedentes nacionales hacia la economía real a través de financiamiento de largo plazo, sosteniendo el nivel de actividad y el empleo como lo muestran las experiencias exitosas de desarrollo económico.

Esta colaboración presenta cuatro secciones: a) una descripción de la Crisis Subprime: Orígenes, causas y efectos. b) Desequilibrios globales y la asimetría monetaria, como marco en el cual se desarrolla la crisis. c) El papel de Basilea II y las Agencias Califi-

adoras de Riesgo (ACR) en la crisis. Además de las recomendaciones efectuadas por algunos organismos internacionales. d) Se enumeran las reformas en la arquitectura financiera internacional, que implican cambios de fondo en las políticas económicas, mejores regulaciones al sistema financiero y mercados, y una reforma de los organismos internacionales, un verdadero Bretton Woods II que genere instituciones globales democráticas y promotoras de la estabilidad financiera y el desarrollo global.

## **Fenomenología de la Crisis: del estallido a la depresión global**

### **Origen y causas**

En la actualidad, el mundo asiste a una de las crisis más complejas de la historia del capitalismo. Los focos críticos de la misma se centran en cinco puntos importantes: inconsistencias macro en los países centrales, sobreendeudamiento, una creciente desigualdad en la distribución del ingreso, innovación financiera en nuevas clases de productos complejos y falencias tanto en la regulación y supervisión del sistema financiero que permitieron entre otras cosas un elevado apalancamiento y la formación de burbujas especulativas. Estos factores generaron en primera instancia la crisis financiera global que se tradujo rápidamente en una fuerte recesión internacional. Cabe destacar que esta crisis, fue producto de las políticas apoyadas por el lobby financiero internacional para salir de otra burbuja: Las empresas tecnológicas y el *boom* de Internet. El tiempo transcurrido desde 2003 hasta la explosión de la crisis en el 2007 estuvo ampliamente caracterizado por el importante crecimiento de la titulización que permitió transferir el riesgo inherente de las hipotecas subprime y otros activos financieros a través de productos estructurados conocidos como *Collateralized Debt Obligations* (CDOs) entre otros. Esta forma de transferir el riesgo parecía tener beneficios al permitir dispersar el riesgo inherente de esos créditos, a la vez hizo que el mercado de dichos productos presentara abundante demanda en un contexto

de tasas bajas. No obstante esta nueva ingeniería financiera conllevó riesgos y la falta de comprensión de los mismos. Cómo administrar esos riesgos fue una de las principales causas que desencadenaron la crisis financiera.

Para entender las causas y características de la crisis bajo análisis es preciso contar con una breve descripción de los hechos que llevaron a que se gestara una burbuja en el sector inmobiliario norteamericano, que resultó ser solo la punta del iceberg. El neoliberalismo en Estados Unidos (US) ha utilizado la formación de burbujas financieras para incrementar el consumo artificialmente frente a una disminución del ingreso real de los trabajadores de US (debido a la precarización del empleo por la relocalización de fábricas en Asia y México). Por eso, estos estallidos son recurrentes y necesarios como brutales mecanismos redistributivos de riqueza, donde la ganancia es privatizada y la pérdida socializada.

### **Antesala de la crisis**

Luego de la burbuja tecnológica, la Reserva Federal (Fed) aplicó políticas monetarias anticíclicas a través de la reducción de las tasas de interés. El efecto inmediato de dicha política se vio traducido en un aumento considerable del consumo, el cual provenía, en su gran mayoría como importaciones de los mercados asiáticos. Este hecho fue erosionando aún más la balanza comercial de US convirtiéndolo en uno de los países con mayor déficit comercial, en contrapartida del superávit comercial en países asiáticos, especialmente China.

Pero no sólo generó un aumento del consumo en general, sino también produjo un *boom* en la construcción, a la vez que la baja de la tasa de interés se materializó en crédito barato sin ninguna restricción crediticia. Estos dos hechos -aumento de la construcción y créditos de bajo costo indiscriminados-, impulsaron una

maratónica elevación de precios de viviendas y de otros activos financieros, que sumados al alto grado de apalancamiento, derivaron en una burbuja especulativa.

No menos importante es que los créditos hipotecarios se otorgaban a tasas bajas, pero variables y que las políticas de otorgamiento eran poco transparentes y con pocos limitantes. Es significativo mencionar como los estándares de políticas y términos crediticios poco restrictivos estaban alineados con una disciplina regulatoria bastante precaria. De esta manera, a partir de principios de 2004 y hasta mediados de 2007, los prestamistas vieron erosionados sus márgenes de ganancias al tiempo que las tasas de interés decrecían, y en pro de alcanzar un mayor “market share”, se vieron inmersos en una competencia con los términos y condiciones de los préstamos y no de tasas de interés.

Así, las carteras de crédito por sus propias características eran altamente riesgosas. Los prestamistas las vendían a los bancos transfiriendo el riesgo a la vez que embolsaban cuantiosas ganancias por dicha venta. Adicionalmente, los bancos que compraban las carteras de créditos recurrían a la ingeniería financiera mediante la utilización de productos estructurados como los CDOs, sacando los créditos de sus hojas de balance, deshaciéndose aparentemente, del riesgo inherente en los mismos. El modelo “originar para distribuir” generaba un circuito de créditos que se descargaban en otros inversores creando una rueda que amplificaba la liquidez, generando cuantiosas comisiones y poniendo a disposición del público productos complejos, ilíquidos y crecientemente riesgosos.

Dichos CDOs se dividían con diferentes rendimientos, cada uno de los cuales tenían una calificación de riesgo distinta otorgada por las agencias calificadoras de riesgo. Estos productos eran adquiridos por los *hedge funds* (que estaban financiados por los mismos bancos), bancos de inversión también apalancados, inversores del

exterior y los bancos que armaban estos productos estructurados y los compraban a través de sociedades creadas en paraísos fiscales llamadas SIVs (Structured Investment Vehicles). Esta innovación financiera fue generando más y variados productos, cada uno de los cuales confería nuevos y distintos riesgos para los que el mercado no estaba preparado. El crecimiento en estos productos estructurados fue acelerado. Desde 2001 se duplicaron año a año hasta fines de 2007 a 50 billones de dólares (bdd). Incluso se llegó a crear “CDOs de CDOs”, a la vez que supuestamente se minimizaba el riesgo al asegurarlos mediante CDS (Credit Default Swaps, o seguros contra default). Ello aumentó aun más el riesgo sistémico. Muchos analistas argumentaban que inclusive aquellos tramos que se ofrecían con la más alta calificación de riesgo, eran únicamente de bajo riesgo siempre y cuando no hubiera algún efecto adverso que repercutiera sobre todos los activos que estuvieran incluidos en los CDOs.

### **El final de la burbuja**

Cuando la economía de US empieza a recuperarse, a la par se elevan en forma escalonada la tasa de interés para reducir los riesgos inflacionarios. Esta medida de encarecimiento del crédito produjo un importante aumento en la morosidad de los créditos hipotecarios y una desaceleración del sector inmobiliario, lo que produjo un fuerte descenso en el valor de las propiedades. En este nuevo escenario, muchos de los deudores hipotecarios se encontraron con una deuda más cara que el valor efectivo de su propiedad -situación que claramente incentiva mayor morosidad-, a la vez que los bancos se encontraban con carteras de créditos cuya garantía subyacente era inferior al valor de la deuda en sí misma. Dado un contexto de alto riesgo, los inversores comenzaron a salir de posiciones riesgosas para “volar” a activos seguros, como los bonos del Tesoro. Esto produjo una fuerte demanda de liquidez y los inversores no encontraron compradores para los CDOs. Al

mismo tiempo muchos cuestionaron la calidad hasta de los productos con más alta calificación de riesgo.

Mientras tanto en un mercado en contracción, la necesidad de reponer márgenes derivó en una crisis de liquidez cuando las calificadoras de riesgo empezaron a reducir tardíamente las calificaciones de los CDOs, afectando a aseguradoras grandes, como AIG que posteriormente fue rescatada al ser “*too big to fail*”. Ello generó que muchos de los inversores institucionales y *hedge funds* salieran a vender repentinamente sus tenencias en dichos productos con mercados pocos líquidos, teniendo que deshacerse de activos de mayor calidad, exacerbando la caída de precio en otros activos, actuando procíclicamente y contagiando a todos los mercados. Se trató de un típico escenario de post-financiamiento del “estilo Ponzi” (*Recuadro 1*), de acuerdo a la caracterización cíclica de las crisis financieras efectuada por Hyman Minski. Según él, ante períodos extraordinariamente largos de estabilidad económica, sumada a un alto grado de innovación financiera, flexibilización de las políticas de concesión de préstamos y una laxa regulación y supervisión, los inversionistas están más dispuestos a asumir riesgo en forma creciente. Este hecho hace que los mismos se apalanquen en forma excesiva y terminen pagando demasiado por la compra de activos. El ciclo termina cuando las entidades que prestan empiezan a preocuparse por su cartera vencida que va en aumento, haciendo que el crédito comience a

#### Recuadro 1

*El caso Madoff: estafa alla Ponzi y falta de regulación y supervisión.*

La tormenta financiera no sólo se encargó de llevarse consigo a grandes instituciones bancarias, o exponer a la vista de todos la insuficiente regulación existente en el sistema financiero, sino que los vientos de la crisis soplaron tan fuerte que derribaron varias estructura financieras piramidales. Una de ellas, y que representó una de las estafas más significativas, fue la estructura tejida sigilosamente por el ex presidente del Nasdaq, Bernard L. Madoff. Quien, empleando fondos de nuevos inversores para pagar intereses a sus clientes previos, iba logrando una red de aceptación cada vez mayor que desde luego sólo funciona en tanto se contara con nuevos participantes. Es así que el negocio subsiste

siempre y cuando los nuevos inversionistas crezcan en forma exponencial, por lo cual los primeros inversionistas van cobrando las utilidades recibiendo el dinero que invirtieron otros inversionistas. Teniendo en cuenta esta estructura, se comprende que cuando los clientes de Madoff –entre los cuales se contaban personalidades norteamericanas, e incluso bancos europeos-, no sólo dejaron de aportar fondos, sino que exigieron sus activos, la pirámide se derrumbó.

El componente reputacional y psicológico se sumó a la laxa regulación. ¿Dónde estaban los reguladores mientras el Sr. Madoff entretejía una telaraña financiera que se llevaría consigo un fraude de 50 mil millones de dólares (mmdd) ? ¿Dónde estaban los que debían garantizar la transparencia y legalidad de dichas operaciones?

No solo los inversores -cegados por promesas ambiciosas del Sr. Madoff-, hicieron la vista gorda: también lo hicieron quienes debían regularlo. Y peor aún, a pesar de haber recibido denuncias de la existencia del posible fraude, no hicieron nada. La SEC podrá argumenta en su defensa que investigaron y no encontraron nada, pero la realidad es que lo único que llegaron a controlar fueron los libros que el mismo Madoff elaboró en base a datos falsos. Los reguladores se limitaron a hacer un control formal de legalidad en vez de ejercitar una supervisión real.

La estafa millonaria del Sr. Madoff deja abierta interrogantes, y al descubierto las falencias del sistema de autorregulación de los mercados, y la falla de las autoridades de contralor la supervisión y protección de los inversores.

restringirse y las políticas sean más estrictas. Ello provoca que el mercado llegue a un tope, se expanda el pánico, y varias entidades empiecen a quebrar.

En esas condiciones, los bancos y *hedge funds* se vieron obligados a asumir sus compromisos, incluyendo en sus “hojas de balance” las deudas contraídas a través de los SIVs. Registraron así elevadas pérdidas, que culminaron en muchos casos con el rescate por fondos soberanos, solicitudes de ayuda a la Fed o inclusive en la nacionalización. Los groseros errores sumados a las indefiniciones que incurrieron las autoridades monetarias y económicas y reguladores en países desarrollados –en especial US-, dando señales confusas respecto a si rescatar o no a bancos y aseguradoras, produjeron en septiembre de 2008 el desenlace de la crisis

---

<sup>1</sup> Fuente: Bloomberg.



*subprime*, agravando sus efectos económicos y transformando una crisis financiera, en una crisis económica de magnitud global.

### ***“Originar para Distribuir”***

El modelo de negocio llamado "originar para distribuir" implica una cadena de etapas con diferentes contrapartes transfiriendo el riesgo entre ellos. Al inicio de la cadena, una compañía hipotecaria le proporcionaba un préstamo hipotecario a una persona; el prestamista lo vendía a bancos comerciales y de inversión, que a su vez empaquetaban diferentes préstamos para conformar valores tales como títulos respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés) y los CDOs. En este proceso, estos estructuradores de valores solicitaban y pagaban a las ACR para obtener la calificación de los productos. En la fase última del proceso, estos valores se vendían a los inversores finales a través de distribuidores, por lo general grandes bancos de inversión. En cada etapa de este proceso, el riesgo de crédito se transfiere a su contraparte. Supuestamente, la información precisa sobre el riesgo debería transferirse de una parte a la otra en forma debida durante este proceso. Ello no se cumplió. Por el contrario, en muchos casos la información fue transmitida en forma distorsionada o no se transmitió de ninguna manera.

Por otra parte al transferir el riesgo de crédito mediante la venta, no se generan incentivos para examinar cuidadosamente la calidad de la cartera de crédito. Además, para la parte en cuestión, pudieron haber existido desincentivos a revelar información precisa a su contraparte. Así, en muchos casos, los inversores finales no fueron debidamente informados de (y puede que tampoco hayan comprendido bien) la verdadera naturaleza de los riesgos que estaban transfiriendo y asumiendo.

**Y la recesión no se hizo esperar...**

Todos estos efectos en el mercado financiero repercutieron en la economía global, principalmente en US y Europa. Poco a poco, lo que comenzó como una crisis financiera empezó a transformarse en una crisis de la economía real. Se observó una paulatina desaceleración del consumo con un acotado acceso a la liquidez que limitó el desarrollo productivo y empresarial, perjudicando las cadenas de pago e inversión. Estos efectos lentamente condujeron a muchos de los países desarrollados a la recesión y desaceleración económica para el resto. Aunado al aumento de la morosidad crediticia, generaron aumento del desempleo que se ha duplicado en varios países desarrollados ampliando el círculo vicioso que afecta a la economía real y al sector financiero.

La caída en las ganancias afecta la acumulación de capital y deprime los ingresos. El debilitamiento de la demanda global está afectando principalmente a los precios de las commodities: el petróleo declinó poco más de 50% desde su pico; los metales y alimentos también han caído sustancialmente, y recientemente han tenido un rebote en un mercado volátil. No obstante, si esto afecta negativamente a las economías exportadoras de commodities sumado al debilitamiento económico, favorece la disminución de presiones inflacionarias.

Más allá del impacto directo de la crisis al mercado financiero, hay que considerar el efecto indirecto por la corrección de las expectativas tanto de consumidores como empresarios. La confianza está endeble y la incertidumbre paraliza las decisiones empresariales. Los consumidores mutan sus costumbres, anticipando un período prolongado de trabajos precarios e ingresos bajos, exacerbando más la caída en la demanda. Adicionalmente, la restricción al crédito afecta aún más la inversión y el consumo, sumado a un intenso desapalancamiento que está potenciando los riesgos de reversión de los flujos de capital, depreciando los tipos de cambios de varias de las economías emergentes y ampliando el spread de las deudas soberanas y corporativas. Esta situación hace

necesaria la profundización de políticas de estímulo fiscal de tipo keynesianas y de promoción del crédito, incentivando la demanda doméstica y tratando de devolver la confianza en el mercado a los inversores y empresarios.

## **Desequilibrios globales, asimetrías monetarias y crisis**

### **Desequilibrios globales**

Los desequilibrios globales, acumulación persistente de algunas economías de amplios márgenes de déficit en sus cuentas corrientes -con el correspondiente correlato del superávit de las economías restantes (sus socios comerciales)-, fueron una fuente potencial de mayores riesgos para la estabilidad económica mundial. Estos desequilibrios reflejan flujos financieros asociados a un desajuste entre ahorro e inversión en una escala global. Las causas que generaron esos desequilibrios han sido motivos de grandes debates, aún sin ningún consenso. De acuerdo a Nouriel Roubini se pueden identificar diez interpretaciones distintas de los desequilibrios globales. Las cinco más relevantes son:

- a) las causas están dadas por la existencia de los déficits gemelos de US (déficit fiscal y de cuenta corriente).
- b) Un argumento defendido por Bernanke, desecha la teoría anterior para culpar a las economías emergentes por su exceso de ahorro. Por lo cual, la forma lógica de entender los desequilibrios no es que las economías emergentes financian el déficit de US sino que este está financiando las importaciones de sus residentes y éstas a su vez generan ahorro externo.
- c) Los desequilibrios no son un exceso de ahorro sino más bien una falta de inversiones globales.
- d) China y otros países emergentes mantienen su moneda subvaluada para fomentar el crecimiento de sus exportaciones generando así los desequilibrios globales.
- e) Los desequilibrios se generan como consecuencia de la globalización financiera y un exceso de demanda de activos de US.

---

2 “Global Imbalances: a Contemporary “Rashomon” Saga” by Nouriel Roubini

La posibilidad de llegar a un consenso es fundamental para poder encontrar la manera de compensarlos. Sin entender sus causas, las medidas que se apliquen a fin de solucionarlos no serán acertadas. Adicionalmente, dependiendo de la interpretación que se adopte, los desequilibrios pueden ser sostenibles a largo plazo o bien pueden estar presentando una amenaza para la estabilidad financiera y económica.

### **Asimetrías monetarias**

En el marco del sistema monetario internacional (SMI) actual, que estableció la hegemonía de US, las jerarquías de las monedas se han vuelto cada vez más asimétricas, garantizando a US libertad de manejo casi ilimitado de la política monetaria, cambiaria y de movimientos de capitales. Dicha asimetría viene acoplada con la asimetría del SMI. La asimetría monetaria está relacionada con los flujos de capital financiero que se han dirigido con intensidad y volatilidad cíclica a las economías emergentes. Dichos flujos están influenciados por variables exógenas a dichas economías, por lo cual las mismas quedan vulnerables a la posibilidad de que se revierta la operación ante un cambio en las expectativas. Adicionalmente, la asimetría del SMI está relacionada a la posibilidad que puedan tener las economías emergentes para insertarse en los flujos mundiales de capitales. Estos dos tipos de asimetrías se refuerzan entre sí y tienen dos consecuencias principales: a) los mercados -principalmente emergentes- quedan expuestos a la volatilidad de los flujos de capitales. En momentos que la fase expansiva del ciclo se agota, dichos mercados quedan ilíquidos, dado que los inversores suelen retirarse hacia monedas de mayor calidad. Adicionalmente, la salida de esos capitales hace que las monedas de dichas economías se deprecien más, generando grandes pérdidas en el valor de los activos.

### **Situación actual**

Si bien los desequilibrios globales no son nuevos, sí lo es su configuración en la actualidad. El abultado déficit de cuenta corriente acumulando por US en los últimos años, compensado -en parte- por fuertes superávits de economías tan disímiles como China, algunos países europeos, Japón y América Latina (AL) hacían prever una salida peligrosa si no se tomaban medidas urgentes.

Si bien en todo momento el foco de atención está centrado en el déficit de US y los recientes superávits de países emergentes de Asia, el área del euro también presenta complicaciones y riesgos, muchas veces no tenidos en cuenta. No obstante el desequilibrio de Europa es distinto al de los otros. El problema deriva de la divergencia que presenta. Su heterogeneidad asoma en los numerosos déficits que acarrear países como España, Hungría y Portugal, en contraste con los superávits de países como Suiza, Alemania, y Suecia. Muchos piensan que como en su conjunto no contribuyen al desequilibrio global, sus desequilibrios internos no afectan. Pero no están teniendo en cuenta que los desequilibrios internos no se encuentran disociados de los desequilibrios externos

El foco crítico es: ¿hasta qué punto es sostenible esta heterogeneidad y cómo los cambios en la configuración de los desequilibrios mundiales afectan a la comunidad europea a su interior?, derivando en un reajuste abrupto que ponga en juego la estabilidad del euro. Algunos de los economistas más críticos del *mainstream* económico como Nouriel Roubini instaban, desde hace dos años, al gobierno de US a un cambio en la orientación de sus políticas cambiarias, comerciales y fiscales a fin de no provocar una severa recesión que pudiera expandirse al resto del globo. Sin embargo, la salida fue la peor que se pudiera esperar: el “aterrizaje forzoso” tanto de la economía de US como de otras economías desarrolladas, convalidó algunos de los pronósticos más sombríos, pero oportunamente advertidos por unos pocos. Ante la magnitud de la crisis global junto con los enormes paquetes de ayuda fiscal

impulsados por el gobierno entrante hacen suponer que las cuentas fiscales no revertirán su saldo negativo y, si bien la contracción económica del país probablemente disminuya el nivel de importaciones, la recesión mundial también provocará una caída en sus exportaciones. Hasta el momento el estímulo a la economía de los países superavitarios no alcanza a compensar el desapalancamiento financiero global y el ajuste en US y otras economías desarrolladas. En definitiva, el escenario de déficits gemelos no pareciera revertirse.

De esta manera, así como los déficits del país del Norte se incrementan, lo mismo ocurre para aquellas economías que incrementaron sus desequilibrios en la balanza de pagos, ampliando su déficit mediante el financiamiento externo y los flujos de capitales se reviertan, dificultando el financiamiento de los déficits y profundizando la fuga de capitales.

## **Agencias Calificadoras de Crédito, Organismos Internacionales y Basilea II.**

### **Basilea II y la crisis financiera**

Con el desarrollo de la crisis financiera, la instrumentación de Basilea II y sus supuestos fueron puestos a una prueba de stress. El papel cuasi regulatorio asignado a las ACR -debido a que los ponderadores de riesgo que determinan el capital mínimo dependen directamente de las calificaciones otorgadas por las ACR-, junto a la posibilidad de que los bancos puedan usar sus propios modelos de riesgo para establecer los niveles mínimos de capital bajo una supervisión deficiente y el uso desmedido de la titulización con escasa transparencia, golpean fuertemente los pilares en que se apoya el Nuevo Acuerdo de Basilea. El Acuerdo, originalmente motivado en 1999, consta de tres pilares fundamentales: El primer pilar describe los enfoques alternativos disponibles para el cálculo

de los requerimientos de capital mínimo según el riesgo crediticio y operacional. El segundo pilar propone el proceso de revisión de supervisión que debe ser llevado a cabo por los reguladores nacionales a fin de asegurar el correcto cómputo de los riesgos y el capital para la banca de sus respectivos países. El tercer pilar tiene como objetivo mejorar la disciplina del mercado, requiriendo la publicación de los bancos de información de la exposición al riesgo y la posición de capital.

Ahora bien, cabe destacar que Basilea II fue diseñado por el BIS, compuesto por los representantes de las autoridades monetarias del G-10, por lo que carece de representatividad global. El Nuevo Estándar está diseñado de acuerdo a las necesidades específicas de los países desarrollados, y no contempla la particularidad de los sistemas financieros de países emergentes como, por ejemplo, la escasa penetración de las calificaciones crediticias en dichas naciones. Asimismo, los beneficios asociados a su implementación están concentrados en los grandes bancos con operatoria internacional de las economías desarrolladas.

Por otra parte, el estándar de exigencia de capital mínimo afronta objeciones de carácter técnico, como críticas respecto a la complejidad de implementación. A su vez las normas de Basilea II –aplicadas de manera inconsistente alrededor del mundo– coincide con inmensas pérdidas, quiebras e incluso nacionalizaciones de los bancos más grandes del mundo, necesitando recapitalizaciones de gran escala. Basilea II supuestamente apuntaba a resolver las debilidades de Basilea I al incorporar una calibración más detallada del riesgo crediticio junto con el requerimiento de valuación de otras formas de riesgo. Bajo este nuevo estándar, los reguladores les permiten a los bancos con sistemas sofisticados de administración de riesgos usar sus propios modelos para determinar el capital mínimo que deben mantener para soportar pérdidas inesperadas.

El primer pilar del Nuevo Acuerdo (que aclara los métodos que los bancos pueden utilizar para determinar los requisitos mínimos de capital) establece dos alternativas: el Enfoque Estandarizado, que se apoya en “asesoramiento de riesgo crediticio externo” -es decir, la opinión de las ACR-, y el Enfoque basado en Calificaciones Internas (IRB), el cual da a los bancos la opción de usar sus propios modelos para estimar el riesgo crediticio.

### **Regulación privatizada**

La aplicación de Basilea II supone que los requisitos de capital mínimo se tornan más sensibles a la medición del riesgo. Esta medición de riesgo es procíclica, tanto si se efectúa a través del enfoque estándar como por el enfoque IRB (en cualquiera de sus modalidades). Esta condición en los ratings crediticios crea una prociclicidad similar en los requisitos de capital, con la implicancia de que los bancos mantendrían menos capital en el apogeo del ciclo, mientras que en la fase recesiva tendrían un nivel de capital superior al requerido cuando la estabilización macroeconómica requiere una expansión del crédito. Por lo tanto, Basilea II arroja como resultado una mayor prociclicidad en el capital regulatorio mínimo.

Sin embargo, los recientes sucesos ocurridos llevan a reconsiderar los principales supuestos del nuevo acuerdo. La necesidad de recapitalizar las instituciones bancarias revela que los modelos internos de evaluación crediticia de muchos bancos no sirvieron y subestimaron severamente la exposición al riesgo, forzando a las entidades a reevaluar el riesgo crediticio. Un problema más grave aún es que Basilea II crea incentivos perversos para subestimar el riesgo crediticio. Debido a que se le permite a los bancos usar sus propios modelos y, de acuerdo a estos, determinar el nivel de capital mínimo, existe la posibilidad de ser poco prudentes en sus evaluaciones respecto a su exposición al riesgo para minimizar el



capital regulatorio exigido y maximizar su rentabilidad sobre el patrimonio.

#### Recuadro 2

##### Propuestas para mejorar Basilea II: El caso español

La autoridad monetaria española abordó dos cuestiones fuertemente debatidas dentro del marco de Basilea II. Por un lado, el tratamiento contable de la titulización, sobre lo cual se decidió que las entidades financieras ibéricas incorporaran sus operaciones fuera de balance en su contabilidad. De este modo, se eliminó el incentivo de formar carteras de dudosa calidad crediticia, para luego titularlas. Dicha medida sirvió de escudo frente al auge desmedido del uso de instrumentos fuera de la hoja de balance, lo que se tradujo en una mejor salud de los bancos españoles respecto a otras entidades europeas y norteamericanas.

Por otro lado, para contrarrestar la prociclicidad de Basilea II se optó por la adopción de provisiones dinámicas, las cuales funcionan de manera anticíclica acumulando reservas en la fase ascendente del ciclo y descendiendo en la fase recesiva. Dichas normas fueron establecidas conformando las estipulaciones fijadas en los estándares de informes financieros internacionales (IFRS).

### **El papel de las Agencias Calificadoras de Riesgo**

Hay varios factores relevantes para entender cómo las ACR jugaron un papel considerable en la crisis actual. Por un lado, la creciente complejidad de la innovación financiera, la falta de capacidad de muchos de los participantes del mercado para entender los riesgos inherentes de estos nuevos productos (y cómo manejarlos), la alta dependencia y confianza de dichos participantes en las calificaciones realizadas por las ACR, y la subestimación por parte de éstas últimas del riesgo de los nuevos productos. Por otro lado, se destaca la falta de un organismo global de supervisión que permitiera asegurar un eficaz control sobre las ACR y que además que permitiera solucionar conflictos de intereses de éstas. La elevada complejidad en detectar cuáles son

los riesgos y en entender esta nueva ingeniería financiera hizo que muchos de los inversores no tuvieran la capacidad necesaria (ni la información indispensable) para realizar su propia evaluación del riesgo que estaban asumiendo. Es por este motivo, que se produjo una alta dependencia y confianza en los dictados de las ACR.

Un primer aspecto es que el análisis realizado por las ACR se centra de manera específica en medir el riesgo crediticio de los productos estructurados, evaluando si su desempeño está de acuerdo a sus términos y condiciones, y no toma en cuenta si existe algún tipo de riesgo por liquidez o una variación en la valuación de los activos subyacentes. La falta de una perspectiva más amplia en el análisis hace que las calificaciones no logran reflejar el verdadero riesgo que representaban para los inversores. La reciente turbulencia financiera ha dado lugar también a una rápida desmitificación de los modelos matemático-estadísticos. En muchas ocasiones, la valuación de acuerdo al modelo “*mark to model*” ha resultado ser un número alejado de la realidad. Con tantos problemas de iliquidez e instrumentos no negociados en los balances, muchos bancos se enfrentan al hecho de que el "valor justo", cuando no puede ser medido objetivamente por un precio de mercado, se calcula de acuerdo al modelo, diseñado in situ a pedido de los gerentes de las entidades, cuyas remuneraciones, a su vez, dependen del número que sus modelos generan. Obligar a las ACR a un régimen más estricto de supervisión es un requisito imprescindible para recuperar la confianza en las calificaciones, y más si se tiene en cuenta que en la actualidad no existe ningún organismo internacional que cumpla el rol de supervisor global de todas las ACR, las cuales hoy en día meramente figuran en un registro.

Otro punto que vale la pena mencionar es el posible conflicto de intereses que subyace en las calificadoras. La principal crítica a las

mismas es su sesgo sistemático en las calificaciones, es decir, un persistente sesgo que sobreestima la solvencia de la estructura o instrumento calificado. La razón es la distorsionada estructura de incentivos que enfrentan las ACR:

- En primer lugar, el evaluador en el proceso de calificación es pagado por el vendedor en vez del comprador.
- En segundo, las ACR proporcionan -bajo remuneración- asistencia técnica y asesoramiento sobre la forma de diseñar estructuras que obtengan la mejor calificación posible de emisiones que posteriormente califica.
- En tercer lugar, las ACR proporcionan cada vez más productos y servicios financieros fuera de los calificados. Al igual que con los auditores, existe el riesgo de que la calificación pueda ser subvertida en la búsqueda de mayores ventas de otros productos.

Como consecuencia del dudoso trabajo de las ACR, nadie más confía en la solvencia de sus calificaciones, lo que pone en gran riesgo al Primer Pilar de Basilea II.

### **Titulización: El diablo está en los detalles**

La titulización ofrece muchas ventajas, pero también tiene potenciales efectos secundarios. Existe vulnerabilidad incorporada a este proceso, debido a problemas de información asimétrica. Dicha vulnerabilidad se fue materializando cuando las condiciones económicas y financieras empeoraron. Un gran número de bajas de calificación (fraudulentamente otorgadas) en el mercado subprime relacionados con los productos titulizados causaron grave pérdida de confianza en sus mercados. El retiro por parte de los inversores de estos productos llevó a la incapacidad de los mercados para valorar dichos productos, al igual que los vendedores que tampoco pudieron encontrar ningún inversor dispuesto a comprarlos a un precio aceptable. Asimismo, estas innovaciones financieras lideradas por la titulización han dispersado los riesgos de los activos alrededor del mundo y se ha hecho cada vez más difícil identificar la ubicación y magnitud de los riesgos en el sistema financiero internacional (SFI). En los modelos de administración de

cartera, la diversificación de activos implica una reducción del riesgo, pero la creciente globalización y el uso de modelos de riesgo e información similar generaron un “efecto manada” e hicieron que los operadores efectuasen las mismas inversiones, generando una burbuja y provocando una creciente correlación de los riesgos lo que no sólo no generó una baja del riesgo total (tal como sugiere la teoría convencional), sino que, en cambio, potenció el riesgo sistémico.

Al mismo tiempo, el descalce de vencimientos entre activos y pasivos de las diversas operaciones fuera de balance que se invertían en productos subprime, tales como vehículos de inversión estructurada (los mentados SIVs), y bonos de papel comercial (ABCP, por sus siglas en inglés), se transformaron en riesgo de liquidez para los bancos que, paradójicamente, ofrecen liquidez a estas operaciones. La interrelación entre la regulación, las prácticas contables y las ACR han agravado la turbulencia del mercado. Basilea II alentó la titulización y al financiamiento fuera de balance al exigirles menor capital y las calificaciones indujeron a una percepción equivocada del riesgo. Ello, en combinación con mercados relativamente ilíquidos para la mayor parte de los productos de crédito estructurados, han contribuido a las presiones de venta procíclica, sumado a una presión bajista en los precios de los activos de mejor calidad una vez que los mercados se vieron en condiciones de estrés. La titulización es efectiva para juntar y transferir riesgo, pero debe ir acompañada de profundas reformas orientadas a una mayor transparencia e información a las que el estándar de capital mínimo establece.

### **La Organización Internacional de Comisiones de Valores y el Financial Stability Forum**

La *Organización Internacional de Comisiones de Valores* (IOSCO), como el Financial Stability Forum han realizado distintas

recomendaciones que no implican verdaderas reformas al sistema. No se hicieron propuestas que sirvieran, como medidas de corto plazo para suavizar los efectos de la crisis, como medidas que buscaran una mejor regulación para el mercado en un largo plazo.

Dichas recomendaciones básicamente comprendían:

- (i) La información de la exposición al riesgo de las instituciones crediticias, usando las prácticas establecidas por el FSF;
- (ii) Mejorar los estándares de contabilidad e información para vehículos fuera de balance y mejorar las prácticas de “valuación justa” en etapa de stress;
- (iii) Mejorar las practicas de administración de riesgo, incluidos tests de stress y fortalecimiento de capital, cuando se necesiten;
- (iv) Revisar la administración de riesgo de liquidez por el Comité de Basilea
- (v) Revisión del código de conducta para las ACR hecho por IOSCO;
- (vi) Aumentar la transparencia de los emisores de los productos estructurados. Vale la pena resaltar que esta última crisis tuvo un menor efecto en los mercados públicos donde se negociaban los productos estructurados, que en los mercados secundarios, donde hay poca transparencia y menos liquidez. Teniendo en cuenta este punto en particular, uno de los comités de la IOSCO está evaluando la viabilidad de instrumentar un sistema de reporte en el mercado secundario, para cada uno de los productos estructurados;
- (vii) Conocer mejor estos productos por parte de los inversores. Muchos de los inversores institucionales y bancos utilizaban modelos y controles internos inadecuados para medir el riesgo de los productos estructurados, a la vez que dependían esencialmente de las calificaciones efectuadas por las ACR.

### **Acciones Propuestas por el G-20**

Hasta hace poco tiempo, el G-20 era prácticamente desconocido. Ahora, este grupo de las mayores economías del mundo -el G-8, y otro grupo de importantes países en desarrollo con una participación relativamente formal en la toma de decisiones, (Brasil, India, China, Argentina, Turquía, Sudáfrica, México e

Indonesia) y otros países como Australia, Corea del Sur, Arabia Saudita, etc.- ha estado en el centro de la escena.

La cumbre dio lugar a unos acuerdos generales, y fue criticado por un opaco y cerrado proceso de preparación. El documento es una lista de medidas amplias en lugar de soluciones concretas que centre especial atención en "el fortalecimiento de la transparencia y en las normas de contabilidad". En noviembre de 2008 se llegó a un acuerdo para "corregir las deficiencias en la contabilidad y la divulgación de las normas para vehículos fuera de balance" y pidió a los reguladores "... garantizar que los estados financieros incluyan una completa, precisa y oportuna imagen de las actividades de la empresa". Respecto a la "buena regulación", si bien la sección es extensa, poco es lo concreto. La mayoría de las acciones nombradas conforman una lista de asuntos referidos a las ACR, requisitos de capital y derivados que no cotizan en mercados bursátiles (OTC).

La reunión celebrada en Londres, en abril de 2009 en el epicentro de la crisis en la economía real global, marca algunos hechos promisorios. Las presiones políticas sobre la tecnocracia y los lobbies financieros convergen en una caracterización mas ajustada de la crisis y fuerza algunos hechos concretos. Si bien subyace larvada aún una retórica neoliberal, emerge la necesidad de un Estado interventor. Se acordó otorgar fondos adicionales por 850 mdd para el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), destinados a países emergentes para financiar indispensables políticas contracíclicas, pero en lo que se refiere a la reforma de estas IFIs, no hay apoyo para mejorar sus funciones en toda la declaración. Se afirma que dichas instituciones deberían ser reformadas a fin de reflejar la evolución de la economía mundial junto con la necesidad de que las economías emergentes tengan mayor representación. Analizando lo acontecido en los últimos

años, parece ser más un formalismo que una intención de modificar el status quo.

Los fondos adicionales implican triplicar los recursos del FMI. Pero no está claro que las nuevas líneas de crédito flexibles se encuentren libres de condicionalidades de “ajuste” y se posterga hasta 2011 la discusión sobre mejoras en la representatividad democrática del organismo. Se produce la ampliación del Foro de Estabilidad Financiera en un organismo que incluya a los países en desarrollo con mayores responsabilidades en la supervisión del sistema financiero y mercado de capitales.

La definición política de una regulación a todos los actores y productos sumados a la presión ejercidas sobre las cuevas fiscales y centros *offshore* es positiva y necesaria. La futura concreción de esta intención es una asignatura pendiente que seguramente será resistida o esmerilada por los intereses de lo que algunos denominan el “conglomerado de Wall Street y el Tesoro” que entiende que mayores regulaciones son menores beneficios para los financistas en el corto plazo mas allá de las ganancias de largo plazo para la sociedad.

En paralelo, hubo llamados de las Naciones Unidas (ONU) y críticos del papel de los organismos multilaterales para un proceso inclusivo de diálogo que fueron resistidos y poco difundidos. Es el caso de una carta de adhesión formulada por observadores de IFIs hacia los gobiernos sobre el proceso para diseñar una nueva arquitectura financiera internacional. La declaración apoya una conferencia, pero sólo si la reunión es incluyente y participativa de todos los gobiernos del mundo. El documento es amplio, transparente, con propuestas y proyectos a disposición del público que fueron discutidos mucho antes de la reunión del G-20.

## **Reformas para una nueva Arquitectura Financiera Global**

Está claro que hace falta modificar aspectos sustanciales en cuestiones macroeconómicas, regulación y supervisión financiera global a efectos de restaurar la confianza, superar la actual crisis y prevenir su repetición. Modificaciones de forma no lograrán una recuperación sostenible de la economía y las finanzas globales. A continuación se presentan algunas propuestas que constituyan una verdadera reforma a la arquitectura del SMI.

### **Desequilibrios globales y asimetrías monetarias**

Actualmente, los gobiernos están actuando como prestamistas supliendo al sector financiero. No obstante, en el largo plazo la economía global necesita compensar los desequilibrios, dado que la persistencia de los mismos puede llevar a una desestabilización de la economía. Para esto va a ser necesario instrumentar una serie de políticas económicas coordinadas a nivel internacional. Para el caso de los países superavitarios, los mismos podrían expandir su demanda al resto de la economía mundial. Especialmente para el caso de los países asiáticos, principalmente China, que son los países con mayores superávits, la política de tipo de cambio flexible administrado puede ser una herramienta que les permita apreciar su moneda poniendo en cierta medida un límite a la acumulación de reservas. No obstante, sería recomendable que la apreciación del tipo de cambio venga a su vez acompañada por políticas que permitan estimular la demanda doméstica y el consumo. Para el caso de los países deficitarios se pueden promover políticas de estímulo de las exportaciones vía depreciación de sus tipos de cambio y de esta manera tender al equilibrio balanceando los déficits y superávits. Especialmente, para el caso de US, se pueden implementar políticas fiscales que promuevan, el ahorro privado a la vez que reduzcan los prestamos al sector público. Por último, los países Europeos, su contribución a compensar los desequilibrios no va a estar dada por la reducción o aumento del ahorro, dado que de por sí la comunidad europea ya se



encuentra balanceada. Su problema reside en inconsistencias internas, que se están acentuando como consecuencia de la crisis. Por lo tanto, el desafío europeo es compensar esos desequilibrios internos a través de reformas estructurales que fomenten el funcionamiento de distintos mercados y mejoren la productividad al interior de la región.

No obstante, desde una perspectiva global, se puede plantear un cambio más radical que consista en la instauración de un SMI con una moneda única mundial. A diferencia del actual, donde el dólar cumple la función de moneda mundial; se plantea la creación de una moneda supranacional, que sirva para las transacciones internacionales, y para operaciones internas se siga usando la moneda doméstica. Quizás se requiera una menor unilateralidad hegemónica y un tiempo relativamente prolongado para que China y otros países que como Europa y Japón deben salir de su propio marasmo, diversifiquen sus reservas de valor e impongan una mayor simetría internacional a US.

### **Políticas de crédito a la economía real**

La característica esencial de la inestabilidad global es la sucesión de períodos de intensa afluencia de capital, en la que los riesgos financieros aumentan de forma significativa y a veces, facilitados por una mayor prociclicidad de las políticas macroeconómicas internas. A esta fase le sigue la de ajuste, en la que los riesgos están expuestos y el carácter procíclico de las medidas adoptadas para "restaurar la confianza" amplifica los procesos de ajuste.

Una parte esencial de la solución a estos problemas radica en el fortalecimiento de un marco institucional global, que represente democráticamente a los países para prevenir y gestionar las crisis financieras a nivel mundial. Dado que la expansión de la crisis alcanzó dimensiones internacionales afectando a países desarrollados como emergentes, es imprescindible políticas que

estén dotadas de cierta coordinación internacional. Ello presenta dificultades crecientes en tanto los actores internacionales de antaño han perdido importancia patrimonial y hay nuevos países - mediante aportes directos, fondos soberanos, esquemas regionales o bien vía la asistencia de bancos de desarrollo- que han cobrado una denodada injerencia en el panorama financiero internacional.

En efecto, pocas entidades tienen un papel tan clave como los fondos soberanos, se calcula de 2 a 3 trillones<sup>3</sup> de dólares, proyectando superarlo al doble en los próximos años . Si bien los fondos soberanos existen hace medio siglo, en la última década su importancia (y por ende sus efectos sobre la estabilidad financiera mundial y los flujos de capital) ha crecido exponencialmente. El principal impulso provino de los altos precios del petróleo y demás *commodities*, los cuales dieron lugar a la rápida acumulación de activos extranjeros por parte de países como los Emiratos Árabes Unidos, Noruega, Arabia Saudita, China, Kuwait, Rusia y Singapur.

Una segunda parte de políticas anticíclicas generar amplios mecanismos de crédito -mediante políticas fiscales bien direccionadas- orientado a la economía real, sin condicionamientos para contrarrestar la caída en la demanda y lograr una recuperación más rápida. Es particularmente necesario en países con menor margen para financiar desequilibrios que le permitan morigerar la recesión global.

Ante la incapacidad de entidades como el FMI y el BM, iniciativas regionales se han estado desarrollando en el mundo, en particular en AL y Asia. Entre ellas se encuentran los bancos de desarrollo; que por definición son instituciones involucradas con el desarrollo de la economía nacional. Dichas instituciones están diseñadas para

---

<sup>3</sup> Fondo Monetario Internacional, 2008.

satisfacer demandas y objetivos determinados, circunscriptos dentro de una estructura económica y social particular.

El papel crucial que cumplen los bancos de desarrollo está vinculado con el hecho de ser instituciones que no sólo logren reemplazar a las instituciones financieras privadas, sino que también brinden crédito a largo plazo cuando el mismo es escaso y financien proyectos que instituciones privadas no lo hacen por no ser, rentables, aunque sí esenciales para el desarrollo económico. De esta forma, no sólo actúan como bancos proveyendo y orientando el crédito, sino también como agentes que promuevan el desarrollo económico, asumiendo funciones de coordinación macroeconómica, planificación, formulación y/o instrumentación de políticas nacionales. El gran desafío de las políticas anticíclicas en la nueva arquitectura mundial será dar cuenta de estos fondos soberanos y bancos regionales en los países tradicionalmente dependientes de la ayuda externa.

### **Formación de un organismo mundial más democrático**

La crisis actual ha dejado al descubierto la necesidad de contar con un organismo mundial que cumpla la función de ser una fuente de cooperación internacional, proveyendo de liquidez a las economías para facilitar la expansión y crecimiento. La reciente crisis *subprime* ha hecho repensar el papel del FMI dentro de la economía mundial como una entidad capaz de inyectar liquidez cuando la restricción al crédito afecta a gran parte de los países, limitando el riesgo de contagio, ayudando a superar la crisis de forma rápida y fortaleciendo su papel en el orden internacional. El enfoque necesario en estos casos es reformular las herramientas con las que cuentan en la actualidad tratando de adecuarlas a la realidad del mundo y principalmente a la de los países emergentes, limitando los condicionamientos habituales.

En este sentido, el FMI aprobó a fines de octubre la creación del Servicio de Liquidez a Corto Plazo (SLC), facilidad que permite otorgar rápidamente financiamiento a países con políticas económicas sólidas que enfrentan problemas transitorios de liquidez en los mercados mundiales de capitales. El mismo día se efectuó un anuncio conjunto entre la Fed y los Bancos Centrales de Brasil, México, Corea y Singapur, estableciendo de manera temporal acuerdos recíprocos de divisas (líneas swap) para aumentar la liquidez. Los cuatro acuerdos ascendieron a montos de hasta 30 millones de dólares (mdd) cada uno. Por su parte, la propuesta del FMI consistió en desembolsos rápidos por hasta cinco o seis veces la cuota del país al comienzo del período, siendo financiado por medio de los recursos actuales del FMI. Entre los países que los recibieron estuvieron Islandia, y (con programas stand by), Ucrania, Hungría y Pakistán .

La situación representa una reversión drástica del hasta ahora pasivo papel del FMI, que ya había comenzado con múltiples despidos ante la falta de préstamos efectivos. El fin de ambas iniciativas fue no sólo “*ayudar a mejorar las condiciones de liquidez [...] en economías sólidas y bien gestionadas*”, como declaró la Fed, sino que tuvo además un fuerte sesgo sistémico. Las economías que recibieron asistencia, en particular de la Fed, fueron las que podrían eventualmente contribuir a un colapso mayor del SFI, perjudicando a los prestamistas. Los anuncios del 2 de abril no se han traducido en una efectiva disposición de recursos que requiere mecanismos de aprobación que demorarán tiempo. Es por ello que se habla de que el FMI se endeude para conseguir recursos.

---

<sup>4</sup> Éstos deben mostrar una buena trayectoria, acceso a los mercados de capital, una carga de la deuda sostenible, y políticas que cuenten con una evaluación muy positiva durante la última consulta del Artículo IV con el FMI.

<sup>5</sup> Islandia recibió un préstamo de 2.100 mdd bajo la nueva facilidad, para “*restaurar la confianza en el sistema bancario y estabilizar la moneda*”. Ucrania, Hungría y Pakistán obtuvieron casi 40 mdd. Probablemente le sigan Turquía, y algunas ex repúblicas soviéticas.

No es de extrañar que el comité de la Fed (FOMC, por sus siglas en inglés) previamente autorizara acuerdos de swap temporales con los bancos centrales de países como Inglaterra, Japón, Suiza o el Banco Central Europeo. Ningún otro país americano había recibido ayudas hasta el momento, y la estrecha relación económica con México y el peso de Brasil fueron los justificativos para que recibieran ayuda.

La introducción de la línea de crédito flexible (LCF) permitió el acceso de crédito a México y países del este europeo, que ponían en riesgo a la banca europea y norteamericana. La LCF implica más montos y condiciones de repago más blandas que los programas tradicionales además de eliminar las condicionalidades sujetas a monitoreo “*ex post*” de metas macro y reformas estructurales. Pero se introdujeron condicionalidades “*ex ante*” para dejar claro que el financiamiento está disponible para determinados países, quedando afuera por ejemplo, los países “*que no tienen confiabilidad en su sistema estadístico*” o acceso regular a los mercados internacionales de capital. Otra manera de decirlo hubiera sido que el fondeo se otorgará a países con políticas amigables hacia los mercados, empresas y/o bancos extranjeros y no a quienes hayan tomado un camino soberano e independiente, negándose a la subordinación neoliberal.

La solución tiene varios puntos débiles. El primero tiene que ver con una sujeción al FMI que impide a ciertos países el acceso a ayuda en caso de emergencia. Por ejemplo, Argentina habría podido recibir préstamos por un valor máximo de 16.200 mdd. Adicionalmente, los fondos resultan insuficientes.

Ken Rogoff, ex economista en jefe del FMI, afirmó: “*El Fondo tiene fondos suficientes para jugar un papel activo en los países emergentes más pequeños y pobres, pero no tiene los recursos para ser prestamista de última instancia de un país [...] como Brasil, Turquía o la Argentina. El FMI no puede detener las crisis en los*

*emergentes como la Fed puede detener la crisis en Estados Unidos”.*

En este escenario, la provisión por parte de la Fed de dólares y las contribuciones de gobiernos adicionales -mayormente europeos y asiáticos-, cobra un papel cada vez más relevante. Pese a la renuencia inicial del gobierno de US, ante la insuficiencia de los fondos del FMI se efectuaron muchos acuerdos bilaterales adicionales (como el de los países nórdicos con Islandia) a la nueva facilidad del FMI. El gobierno de Japón anunció a mediados de noviembre que pondrá a disposición 100 mmdd, y Rusia declaró un semana más tarde que concederá 1 mmdd adicionales (convirtiéndose de ex deudor en acreedor). Otros países en condiciones de aportar, como Arabia Saudita, siguen renuentes.

En momentos de crisis, como la actual, donde la liquidez mundial se restringe, y dada la alta interconexión de los mercados globales, se hace imprescindible contar con una respuesta sincronizada a nivel mundial que permita integrar y participar a todos los países por igual. La creciente interdependencia de los mercados resalta la necesidad de brindar una respuesta internacional más amplia, que no sólo se centre en lograr resolver los problemas en los momentos de crisis sino que además se enfoque en tratar de sentar los cimientos para salir de la recesión y generar políticas de crecimiento que promuevan estabilidad y desarrollo.

Se torna necesario, si no imprescindible, contar con un organismo mundial que cumpla el papel fundamental de asignar liquidez al mercado, supervisar las actividades regulatorias a nivel nacional, instrumentar regulaciones a nivel internacional y diseñar políticas vinculadas al financiamiento productivo. Para esto se plantean dos posibilidades: crear un nuevo organismo mundial que logre cumplir con dicha función, o bien efectuar una reforma crucial e indispensable del FMI que apunte a eliminar el poder de veto de

US, el poder delegado al cuerpo gerencial y generar mecanismos democráticos de decisión que incluyan el reflote de líneas de financiamiento compensatorio sin condicionalidades, en línea con el espíritu original de Bretton Woods desvirtuado en los últimos 40 años.

## **Regulaciones:**

### **A) Mercado de capitales**

La falta de una adecuada supervisión ha quedado a la vista, y ha resaltado como uno de los motivos que han desencadenado en la crisis actual. Muchos de los sucesos que han acaecido podrían haberse evitado mediante un ente regulador que supervisara, de forma integral, a todos y cada uno de los participantes del Mercado de Capitales. En la actualidad existen muchos organismos de supervisión diseminados mundialmente con distintos ámbitos de competencia, encargándose de regular en forma separada al sistema bancario, al mercado de capitales y por otra parte a los seguros. No obstante, con la transferencia de crédito, los distintos sistemas se encuentran interconectados, compartiendo los mismos riesgos. Supervisarlos y regularlos de manera separada e independiente no sólo es insuficiente, sino que se pierde el panorama global. Adicionalmente, como el riesgo se transfiere entre el sistema bancario, el mercado de capitales y el sistema de seguros, se necesita una estructura más simple con información cruzada de los tres sectores. Es por ello que resulta fundamental limitar la creciente autorregulación de los mercados y el mero control de legalidad de los reguladores públicos.

Como lo marca la experiencia reciente, no basta con códigos de conducta de los órganos de regulación privada (bolsas) o mixtas (auditores) para prevenir conflictos de intereses o evitar conductas fraudulentas, sino que se requiere que el regulador público tenga las facultades y los mecanismos que permitan velar por la salud del

sistema financiero y el mercado de capitales. La crisis actual ha dejado plasmada la necesidad de crear un ente que cumpla la función de regular, coordinar y supervisar de manera integral al Mercado de Capitales, tratando de generar códigos de conducta, de salvaguardar la prudencia y, esencialmente, que sea un ente en el cual todos los países puedan ser partícipes y no quede acotado a un solo grupo económico.

A la vez, es necesario que pueda cumplir con un papel protagónico y de liderazgo a nivel mundial, teniendo una participación activa y continua en todos aquellos temas de interés y no limitarse a reunirse únicamente en los momentos de crisis. Es necesario que estas funciones no recaigan en un FMI no representativo, prácticamente co-responsable de la crisis global y tampoco en un organismo como el FSB creado en abril, con déficit democrático.

Se justifica la supranacionalidad regulatoria global del sistema financiero incluido bancos y “*shadow banking*” si las normas bancarias implican una fuerte regulación y supervisión pública y políticas de crédito que favorezcan a la economía real y permitan ser sujetos de crédito a PYMES y familias con escasos recursos. Políticas de crédito que promueven así el crecimiento y la estabilidad financiera además de la equidad. La prudencia y la equidad crediticia como marca la experiencia global están íntimamente asociadas.

## **B) Hedge funds y paraísos offshore**

La negligencia en las prácticas prestamistas tanto en el mercado inmobiliario como en otros mercados de los US, puso en evidencia la inexistencia de una regulación y supervisión que impida estas prácticas. La presencia de *hedge funds*, y de paraísos *offshore* donde muchos de esos inversores están radicados, solo acentuaron la irregularidad del sistema, exacerbando el riesgo inherente. Los



denominados *hedge funds* son especulativos, que como tales buscan obtener el máximo rendimiento, principalmente a través de técnicas de inversión que muchos fondos tradicionales no pueden utilizar, como el *short-selling*, el uso de instrumentos derivados y un alto grado de apalancamiento, por lo que ante una situación de restricción del crédito terminaron exacerbando el riesgo sistémico. Los *hedge funds* han sido puestos a prueba en una crisis de la cual no han salido indemnes. Luego de más de quince años donde el crecimiento de los flujos hacia ellos se mantuvo intacto, en 2008 se detectó el impacto de la crisis: los flujos de fondos reversaron su curso, estimándose una salida de capitales de aproximadamente 80 mmd hasta diciembre de 2008.

Si bien dichos fondos se encuentran sometidos a una reducida regulación y escasa obligación de información, el hecho de que se encuentran operando dentro de paraísos fiscales, ello se acentúa. Dichos paraísos, conocidos como Centros Financieros *Offshore*, desde hace ya más de 30 años han pasado a convertirse en un componente importante del SFI. Su surgimiento resquebrajó el poder de las naciones para manejar la política tributaria, favoreciendo el lavado de dinero y actividades ilegales afines, y debilitando la capacidad de los gobiernos nacionales y grupos internacionales de establecer una regulación adecuada para estos mercados. El resultado ha sido una distorsión en la distribución de las inversiones a nivel mundial, así como un incremento desmesurado en la opacidad del SFI.

Es por este motivo que es necesario coordinar los esfuerzos para que la regulación se adapte al contexto actual, teniendo en cuenta los puntos en los cuales la regulación fracasó en prevenir esta crisis, así como la necesidad de recuperación del sistema financiero en su totalidad. Si bien la OCDE y su Grupo de Acción Financiera han venido luchando desde los años noventa para reducir la incidencia de los paraísos fiscales, es muy poco lo que se ha

---

<sup>6</sup> Fuente: Financial Times

logrado hasta ahora... La red Tax Justice Network recientemente estimó los depósitos en 11 bdd, evidenciando el gran aumento de los flujos de fondos hacia los paraísos fiscales de este tipo. No obstante, no es suficiente incrementar la regulación y la transparencia de los *hedge funds*, si los paraísos fiscales siguen gozando de la protección de sus gobiernos, permitiendo la existencia de impuestos bajos y controles laxos de la información. Para que la regulación funcione, tiene que ser coherente y aplicada uniformemente en todo el SFI, ya que donde se encuentre un vacío regulatorio, los esfuerzos por mantener la estabilidad financiera y sostener la transparencia resultarán en vano.

La Argentina a través de la CNV ha tomado una iniciativa concreta, la Resolución General 554 acompañada por el Banco Central, la cual prohíbe a agentes bursátiles y de mercado, fondos y otros inversores -además de bancos- a operar en forma directa o indirecta con contrapartes de países considerados de baja tributación que no cooperen entregando información a los reguladores del país ante sospechas de delitos impositivos, de lavado de dinero o cambiarios. Una generalización global de esta medida argentina permitiría, menores pérdidas tributarias, recursos para la reactivación global, menores fugas de capitales y mayor estabilidad financiera mundial.

### **C) Agencias Calificadoras de Riesgo (ACR)**

No menos importante es el papel que las calificadoras de crédito han tenido en esta crisis. Con la complejidad de la innovación financiera, la incapacidad de muchos de los inversores en entender y gestionar correctamente los riesgos, las falencias metodológicas y los conflictos de intereses de las ACR tuvieron una responsabilidad preponderante en la crisis. Pero ¿qué falló? El hecho de que no exista un organismo internacional que se encargue de regular a las ACR, supervisando las metodologías de valuación, previniendo que

las mismas aconsejen y/o presten asesoramiento acerca de los productos que ellas mismas califican y asegurándose que la información que utilicen para parametrizar sus modelos de valuación sea altamente confiable.

Resulta necesario propiciar la creación de un organismo internacional que pueda cumplir con dicha función, de manera tal de no sólo lograr disminuir los efectos de la desregulación sobre la crisis sino también lograr configurar una normativa general, la cual permita coordinar las estrategias y la forma de operar de las calificadoras de riesgo.

En este campo también Argentina, a través de la CNV, efectúa una contribución para una nueva arquitectura financiera global mediante un Decreto del Poder Ejecutivo bajo análisis que crea un sistema complementario de calificación a través de las Universidades Nacionales financiado con recursos del Presupuesto Nacional para tener mayor y mejor información en el mercado, limitando el conflicto de interés y la asimetría de información cuando el calificado paga la calificación y decide si se difunde o no.

#### **D) Nuevo Basilea**

La crisis de los mercados financieros al seguir causando pérdidas sustanciales a los bancos y la necesidad de nuevos y significativos aportes de capital, han renovado las críticas a Basilea II. Se debe revisar el uso de los modelos internos, métodos y la valuación del riesgo de la titulización y el uso de las ACR. La falta de una regulación adecuada del mercado de capitales hizo que las mayores exigencias sobre los bancos no protegieran al sistema financiero del impacto que actividades con ausencia o débil regulación (mercados de capitales, otras actividades de servicios financieros plazas *offshore*, etc.) afectarían a los bancos debilitando el sistema financiero.

Por un lado, el Nuevo Acuerdo da lugar a una serie de críticas que apuntan a una acentuación en la prociclicidad del crédito debido a una mayor sensibilidad en la medición del riesgo. Tampoco incluye mención alguna a los beneficios provenientes de la diversificación del riesgo que podrían tener los flujos de capitales a economías emergentes como tampoco queda del todo claro cuales serán los efectos sobre el crédito a las pequeñas y medianas empresas (PYMEs).

En cuanto a la adopción de los enfoques de medición de riesgo mediante modelos internos de los bancos, las distorsiones asociadas no son menores. Con la crisis se puso en evidencia todos los problemas y la poca fiabilidad en la precisión de dichos modelos. Además, en caso de que se corrigieran, las entidades que los aplicasen lograrían un ahorro de capital al tener una mejor medición del riesgo, lo cual generaría una ventaja competitiva a favor de estos bancos, manteniendo la mejor cartera y dejando al resto del sistema, los clientes de menor calificación.

Finalmente, cabe resaltar que el Nuevo Acuerdo de capital carece de la simplicidad de Basilea I, que fue lo que hizo posible la rápida difusión e implementación en todo el mundo de dicho antecesor. Basilea II implica una privatización de la regulación y supervisión, mediante modelos internos de bancos, con groseras fallas de información, metodologías y uso de calificaciones de riesgo para definir los niveles de capital. Respecto a los países emergentes, existe un asunto relacionado con la representatividad. Diez de los trece países miembros del Comité de Basilea son europeos, y sólo uno asiático. De este modo, los países en desarrollo se encuentran bajo presión mediante mecanismos formales e informales para converger a Basilea II y no quedar aislados de la comunidad financiera internacional. El nuevo FSB no soluciona esta asimetría.

Además, se presentan dificultades adicionales de instrumentación, en especial la escasa difusión de los sistemas externos de calificación y la carencia de registros estadísticos confiables, necesarios para la construcción de los modelos de riesgo. Mas aun Basilea II requiere una reformulación integral que limite los modelos internos, reformule los criterios dando mayor peso a la regulación y supervisión pública y eliminando el monopolio de las calificaciones de riesgo como ponderadores de riesgo. Dentro de las mejoras que podrían efectuarse están las antes mencionadas medidas adoptadas por España, así como la incorporación de provisiones dinámicas que permitan contrarrestar la prociclicidad y la consolidación de los instrumentos fuera de balance de los bancos, incentivando la formación de carteras titulizadas de buena calidad.

La crisis exige una revisión metodológica integral de los modelos de riesgo y la introducción de normas de liquidez y solvencia sobre la base de balances consolidados con todas las partes relacionadas y vehículos financieros; es decir con todas las partes del grupo económico, instrumentos de exposición a riesgo y sin contingencias no ponderadas ni operaciones fuera de balance.

### **E) Capital internacional e impuestos a operaciones financieras**

Los reguladores de los mercados financieros se organizan sobre una base nacional y son, en parte, los representantes de los intereses de sus sectores financieros nacionales. Si bien la regulación es básicamente nacional, las finanzas son globales. Un próspero sector financiero crea aparentemente empleo y riqueza. Por lo tanto, varios reguladores intentaron retener y atraer a las empresas para sus jurisdicciones, ofreciendo regulaciones más liberales y menos onerosas. Esta competencia a través de normas ha dado lugar a una regulación menos estricta y ha sido una de las fuentes de la financiarización global en crisis. Sin embargo, ha habido reveses ocasionales en este proceso. La Ley Sarbanes-Oxley de 2002 fue

una respuesta a los escándalos de Enron y WorldCom, que sin duda contribuyó a que Nueva York perdiera peso como centro financiero mundial. Las mayores exigencias legales y contables de la ley Sarbanes-Oxley han sido eludidas sistemáticamente operando en los mencionados paraísos *offshore*.

Si bien la integración al mercado de capitales tiene beneficios asociados (incentivar la diversificación en la colocación de recursos, generar mayor eficiencia al reducir los costos de financiación, y favorecer el crecimiento económico pudiéndose beneficiar de economías de escala), la total liberalización lleva inherente una mayor distorsión de los precios, así como una exposición constante a las turbulencias financieras globales. A raíz de esta crisis, muchos países buscarán protegerse de los flujos de capital especulativos. Existen experiencias exitosas del control al ingreso y egreso de capitales (Chile es uno de los casos donde el control al ingreso y egreso de capitales funcionó, al igual que en varios países asiáticos). Es de esperar que en los próximos años, se reintroduzcan nuevamente restricciones prudenciales al libre movimiento de capitales –abolidas durante el auge del neoliberalismo- y se promulguen nuevas leyes que restrinjan en algún grado la gran desregulación financiera imperante durante los últimos 30 años.

Por este motivo, se deben reintroducir los controles de capitales, limitando así la integración financiera. Dichos controles, permiten a las autoridades económicas evitar las distorsiones que los flujos financieros provocan a los distintos precios de la economía, incluyendo el tipo de cambio, limitando así los fuertes desequilibrios externos que han sido fuente de inestabilidad financiera y desarticulación productiva a nivel global. Los países con menor exposición a la liberalización financiera son los que menos han sufrido la crisis global. Esto cobra especial relevancia para los países desarrollados como para los emergentes. Para los

primeros, tiene sentido frente a lo que se denomina *carry trade* (arbitraje internacional de tasas). El cual se dio en los últimos años a través de endeudamiento (o venta en corto) a tasa cero en Japón e inversión en títulos con mayor rendimiento (vgr. Bonos del Tesoro de US) teniendo una ganancia libre de riesgo en momentos no turbulentos de mercado. Normalmente, esta oportunidad de inversión tendería a desaparecer al realizarse masivamente pero el hecho de que estas tasas sean fijadas por los bancos centrales – respondiendo a políticas monetarias nacionales y no internacionales-, impide que se corrija dicha situación vía mecanismos de mercado, siendo finalmente una falla de mercado. Por lo tanto, desde la lógica microeconómica se añade un punto adicional a favor de la intervención del Estado para evitar bruscos movimientos en los tipos de cambio (mercado no regulado) que impactan en agregados macro y que son generados por arbitrajes financieros.

Para los países emergentes, se deben retomar y profundizar los controles de capitales, no sólo por su efectividad empírica en el pasado sino que ante la aparición de este nuevo fenómeno de *desglobalización* donde las multinacionales repatrian fondos a sus casas matrices (a lo que se suma la fuga de ahorro interno) terminan financiando los desequilibrios de los países centrales. Por lo tanto, deben preservarse los recursos nacionales para fondear las políticas de desarrollo locales y evitar la volatilidad que impacta los tipos de cambio y cuentas externas.

Por estos motivos, se debe analizar la introducción de impuestos a operaciones financieras a nivel internacional además de los mencionados controles de capital para dichas operaciones. Adicionalmente, también se deberá realizar un monitoreo de las operaciones realizadas por los bancos, intermediarios y/o agentes de bolsa, estableciendo plazos mínimos de inversión para estimular el financiamiento a largo plazo y así también limitar el uso de

circuitos financieros que eludan las prohibiciones impuestas a la entrada y salida de capitales.

### **A título de conclusión**

La gravedad de la crisis global es evidente. El neoliberalismo ha fracasado pero sus intereses tratarán de mantener el *status quo* poniendo a salvo bancos y una mayor regulación e intervención temporal para salvar los intereses del lobby financiero internacional. Así se buscará retornar rápidamente al modelo de liberalización financiera y Estado ausente, en busca de un eventual rebote del ciclo que permita volver a maximizar sus ganancias.

La grave crisis económica mundial refleja una dura lección: las severas consecuencias de que la esfera financiera cobre vida propia y pierda relación con la economía real y a su vez sea el principal determinante de la política económica. Es necesario subordinar lo financiero al servicio de la economía real, debiendo el Estado regular y supervisar adecuadamente al mercado. En el plano internacional, se deberá reconstruir y abogar por un nuevo papel de las instituciones globales a los efectos de constituir una globalización diferente que promueva el desarrollo económico y social.

El cambio tiene que -y debe ser- inminente. La confianza, a causa de la crisis, ha sido dinamitada y se desvanece al ritmo de la caída del sistema financiero. Esto presenta una oportunidad histórica para los países mal denominados emergentes para profundizar sus políticas nacionales de desarrollo económico, incluyendo controles a los movimientos de capital especulativo. A su vez, se torna necesario para poder canalizar el ahorro interno, la creación de instrumentos e instituciones financieras nacionales orientadas a facilitar el crédito a los sectores productivos para promover el



empleo y una mejor distribución del ingreso en los países en vías de desarrollo.

Finalmente, la convergencia de los sectores progresistas a nivel global es clave para lograr reformas de fondo que eviten el *gatopardismo* de los que se han beneficiado en estas tres décadas de inestabilidad económica y creciente desigualdad. En síntesis, resulta fundamental impulsar políticas keynesianas de reactivación y regulaciones financieras estrictas que conduzcan hacia un genuino Bretton Woods II con organismos multilaterales democráticos al servicio de la estabilidad financiera y el desarrollo.

Más aun es imprescindible la recuperación del Estado como promotor de la economía y regulador de la actividad financiera. Es vital que no se limite a la socialización de las pérdidas del sector concentrado y especulativo que ha mostrado lo perjudicial y nocivo para los ciudadanos y los sectores productivos. La actividad financiera debe estar fuertemente regulada por el Estado para evitar los excesos financieros y permitir que el ahorro se canalice a actividades productivas, como un servicio público que democratice el crédito y la riqueza. Hasta que eso no ocurra y persista la crisis global, los países en desarrollo deben profundizar un modelo de desarrollo endógeno y avanzar hacia una integración regional que les permita no sólo inmunizarse sino recuperar la senda del desarrollo con equidad.

### **Bibliografía:**

- Budnevich, C.; Le-Fort, G, *Capital Account Regulations and Macroeconomic policy: Two Latin American Experiences*, 1998.
- Calliari, A. *Governance of the international financial system: looking for feasible paths towards greater country participation. Governance of International Financial System*, 2008.
- Chandrasekhar, C. *The new regulation: a role for public ownership?*, 2008
- Cornford, A. *The Financial Stability Forum's Agenda for Financial Reform*, 2008.

- Cornford, A. Revisions of Basel 2 Rules for Trading Risk, 2008.
- D'Arista, J. Rebuilding the Framework for Financial Regulation, EPI Briefing paper # 231, 2009.
- Eichengreen, Barry; *The Blind Men and the Elephant*, 2006.
- Frenkel, R. *Los problemas del Fondo Monetario Internacional*. Fundación Firederich Ebert, 2007.
- Godoy, J. No hay expulsiones del paraíso fiscal, 2008.
- IMF Press Releases: No. 08/271 (Nov. 5, 2008), No. 08/275 (Nov. 6, 2008), No.08/296 (Nov. 19, 2008), y No. 08/303 (Nov. 24, 2008).
- IMF, *World Economic Outlook, Financial Stress, Downturn and Recoveries*, 2008.
- Jetin, B. *Reconstructing International Finance. It's time to get Radical*, 2008.
- Kregel, J.A., A New Triffin Paradox for the Global Economy, 1999.
- Kregel, J.A., Why Don't the Bailout's Work? Design of a New Financial System versus a Return to Normalcy, 2009.
- Krugman, P. *What to Do*, 2008.
- Lipsky, J. IMF, *The current macroeconomic Outlook 2009: Issues of Systemic Stability; World Economic Outlook Update*, 2008.
- Maceda, M; Magalhaes Prates D., The financing of developing countries in the face of global financial crisis, 2008.
- Roubini, Nouriel; *Global Imbalances: A Contemporary "Rashomon" Saga*, 2006.
- Rowden, R. *The Constraints to Advocacy on IMF Reform in the Current Context*. ActionAid USA, 2008.
- Rude, C. The Global Financial Crisis: What Needs to be done?, 2008.
- Sobreira, R. Development Banks and Basel II, 2008.
- Terzi, A. *Financial globalization, developing countries, global reform: Preliminary notes for discussion of currency hierarchy, financial flows, and reform priorities*, 2008.

- Tonveronachi, M. y Montanaro, E. *A quest for democratic forms of governance in standard setting and assessment*. Universidad de Siena, 2008.
- Tonveronachi, Mario y Montanaro, E.; *Some preliminary proposals for re-regulating financial systems. Workshop on financial liberalization and global governance: the role of international entities Ford foundation*, 2008.
- Vanoli, A; *Basel II: Systemic Consequences- a study of its Implementation in the Argentinean Financial System*, 2007.
- Wierzba, G. *Nuevas Arquitecturas Financieras Regionales*, 2007.
- Wolf, M. *Global Imbalances threatening the survival of Liberal Trade*. Financial Times, 2008.
- [www.ft.com](http://www.ft.com)
- [www.bde.es](http://www.bde.es)
- [www.wsj.com](http://www.wsj.com)
- [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- [www.elpais.com](http://www.elpais.com)
- [www.bis.org](http://www.bis.org)
- [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)
- [www.federalreserve.org](http://www.federalreserve.org)
- [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)
- [www.boj.or.jp/en](http://www.boj.or.jp/en)

Fecha de entrega: febrero 2009

Fecha de aprobación: agosto 2009