

Crisis financieras y regulación: propuestas heterodoxas*

Cecilia Allami

*Alan Cibils***

Resumen

A mediados de la década de 1970, el orden económico surgido de Bretton Woods llegó a su fin. En el nuevo esquema, la dinámica de los mercados financieros respondería a la liberalización de los flujos de capital a escala internacional y a la desregulación de las tasas de interés y los tipos de cambio. Sin embargo, los resultados empíricos de la liberalización financiera no han sido los que sus promotores predecían. La última crisis es una muestra más de los problemas y debilidades recurrentes del sistema financiero internacional. En este sentido, la crisis se presenta como una oportunidad para repensar las herramientas e instrumentos de política, así como un marco regulatorio integrado y global. En este trabajo se reseñan diversas propuestas alternativas de regulación financiera realizadas por economistas poskeynesianos, estructuralistas y marxistas desde fines de la década de 1970. Concluimos que ninguna alternativa aislada es perfecta y todas tienen limitaciones; sin embargo, debería pensarse en un marco coherente y coordinado de regulación que potenciaría la eficacia de los mismos, especialmente en el largo plazo y en el marco de una idea clara sobre qué tipo de sistema financiero es más funcional al desarrollo.

Palabras clave: liberalización financiera, regulación, crisis financiera, arquitectura financiera internacional, sistema financiero.

Abstract

The Bretton Woods system came to an end in the first half of the 1970s. The new global architecture that emerged, both domestic and international financial markets were liberalized and deregulated. However, empirical results of financial liberalization

* Trabajo elaborado para las III Jornadas de Economía Política, Los Polvorines, Buenos Aires, 9-11 de noviembre de 2009. Los autores agradecen los comentarios de Fernando Seppi y de los asistentes a las jornadas, así como de los dictaminadores del Comité Editorial de la revista *Política y Cultura*.

** Investigadores docentes del Instituto de Industria, Área de Economía Política, Universidad Nacional de General Sarmiento, Provincia de Buenos Aires, Argentina. Correos electrónicos: callami@ungs.edu.ar, acibils@ungs.edu.ar.

do not follow what proponents predicted. The most recent financial crisis is but one additional example in many of the failings of liberalized financial markets. As such, the crisis presents itself as an opportunity to rethink what policy tools and instruments are best suited to re-regulate integrated domestic and international financial markets. We survey a number of alternative proposals for financial regulation put forth by post Keynesian, structuralist and Marxian economists since the late 1970s. We conclude that none of the proposed alternatives by itself is perfect, as all have limitations. Instead, an integrated and coherent regulatory framework should be considered in such a way as to maximize their positive impact in the light of long-term objectives and what is the best financial system for developing nations.

Key words: financial liberalization, regulation, financial crisis, international financial architecture, financial system.

Artículo recibido el 30-12-09

Artículo aceptado el 05-07-10

INTRODUCCIÓN

A principios de la década de 1970, el fin del sistema de Bretton Woods marcó el inicio de la era de la liberalización financiera. Diferentes factores habían confluído para que se produjera un cambio radical en las políticas financieras nacionales e internacionales: la crisis de las políticas keynesianas que prevalecieron desde el fin de Segunda Guerra Mundial; la llegada al poder de gobiernos conservadores en Estados Unidos y Gran Bretaña; y la creciente difusión y aceptación en círculos académicos y de política económica del monetarismo. Basándose en los preceptos de la teoría neoclásica, se buscó liberar a los mercados de la “represión financiera”, a partir de la desregulación de la actividad financiera local e internacional. Según se argumentaba, estas transformaciones resultarían en una mayor eficiencia en la asignación de los recursos financieros, promoviendo el ahorro y favoreciendo la inversión productiva. Este proceso generaría –asimismo– un “círculo virtuoso” de ahorro, inversión, crecimiento, empleo y desarrollo económico. Como consecuencia –y en un contexto de liberalización creciente del mercado internacional de capitales– se desarticularon los instrumentos de intervención estatal característicos del periodo de posguerra, como el control de las tasas de interés o el crédito subsidiado. Sin embargo, los resultados de la liberalización financiera no han sido los que sus promotores prometían. Por el contrario, estos cambios estimularon la vigencia de altas y volátiles tasas de interés, lo que profundizó la ciclicidad en el sector externo y potenció la fragilidad e inestabilidad de la economía.

En este trabajo se revelan las principales propuestas realizadas desde la heterodoxia económica crítica (poskeynesiana, estructuralista y marxista) frente a los problemas generados por la liberalización y desregulación de los mercados financieros. La estructura del trabajo es la siguiente: en el primer apartado se resume la teoría sobre la que se basaron las reformas financieras, sus principales críticas, y algunos estudios empíricos; en el segundo, se analizan las principales propuestas alternativas a la liberalización financiera, así como algunas propuestas surgidas a partir de la reciente crisis internacional. El trabajo cierra con algunas reflexiones sobre las opciones factibles para el sistema financiero de cara al futuro.

LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

La hipótesis de McKinnon-Shaw

El sistema de Bretton Woods fue establecido por los países centrales sobre la base del reconocimiento de los efectos nocivos del libre movimiento internacional de capitales especulativos en 1944. A escala nacional se pusieron en práctica una serie de políticas orientadas a reducir la volatilidad de flujos financieros a partir del control de los movimientos de los mismos. Adicionalmente, se impulsaron distintas medidas para evitar que los sectores productivos estuviesen limitados por el precio o la oferta de financiamiento. En el plano internacional también se llevaron a cabo medidas para controlar los flujos financieros y orientarlos mayoritariamente a la actividad productiva. El objetivo central de este sistema era fomentar la estabilidad financiera internacional generando un entorno en el que los Estados nacionales pudiesen promover sus objetivos económicos y sociales. Sin embargo, durante la década de 1960 estas políticas comenzaron a ser fuertemente cuestionadas.

En el caso de los países periféricos, uno de los argumentos centrales de los críticos de las políticas intervencionistas era que la regulación estatal de tasas de interés y los tipos de cambio limitaban el ahorro y, por lo tanto, la capacidad de los bancos de otorgar crédito a las empresas para la inversión, lo que a su vez limitaba el proceso de desarrollo económico. Dos de los trabajos clave sobre el vínculo entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico fueron los de McKinnon¹ y Shaw.² La tesis central de estos trabajos, conocida

¹ Ronald McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institute, Washington, DC, 1973.

² Edward Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, Nueva York, 1973.

como la hipótesis McKinnon-Shaw³ (en adelante, hipótesis M-S), es que la intervención y regulación estatales producen un clima de “represión financiera” al introducir distorsiones que resultan en tasas de interés reales negativas o demasiado bajas. El resultado sería una oferta insuficiente de ahorro y crédito, cuya escasez retrasaría el proceso de acumulación. El argumento es que las tasas reales bajas y negativas no producen los incentivos adecuados para el ahorro, lo que a su vez limita el crédito y la inversión. Se argumentaba que el mercado debía fijar la tasa de interés libremente, con el propósito de estimular la oferta de crédito. En otras palabras, elevadas tasas de interés reales serían un indicador claro de desarrollo o profundización del sistema financiero. En consecuencia, un primer paso para lograr un sistema financiero más eficiente era liberalizar las tasas de interés.

Un segundo argumento era que para lograr un mercado financiero competitivo era necesario remover las barreras al ingreso para facilitar la entrada de las instituciones financieras no bancarias.⁴ Por otro lado, aun con una tasa de interés liberalizada y una mayor cantidad de instituciones financieras, la oferta de ahorro interno podría seguir siendo insuficiente. Para lograr una oferta adecuada sería necesario liberalizar la cuenta de capital, permitiendo el libre ingreso y egreso de capitales, levantando controles de cambios y otras formas de restricciones a los movimientos de capitales.⁵

Como resultado de estas reformas, las diferencias entre tasas activas y pasivas (*spreads*) deberían disminuir sensiblemente, reflejando la mayor eficiencia en la intermediación financiera. Un beneficio adicional de contar con un sistema financiero competitivo sería que la liberalización tiene un efecto disciplinador sobre la política económica, obligando al gobierno a mantener políticas fiscales “sanas” (e.g. la eliminación del déficit fiscal) y una política monetaria orientada a mantener la inflación en los niveles más bajos posibles.

³ La hipótesis de la represión financiera fue posteriormente desarrollada en mayor profundidad por Maxwell Fry, *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1995.

⁴ También deberían levantarse las restricciones a la participación de instituciones financieras transnacionales en el mercado local, permitiéndose adquisiciones y fusiones con instituciones financieras locales.

⁵ Para una descripción más detallada de las medidas típicas comprendidas en el proceso de liberalización financiera, tanto internas como externas, véase Jayati Ghosh, “The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries”, United Nations/DESA Development Forum, Working Paper, núm. 4, 2005. Para una discusión sobre los argumentos teóricos en que se sustentan defensores y críticos de la liberalización financiera véase Robert Blecker, *Taming Global Finance. A better architecture for growth and equity*, The Economic Policy Institute, Washington, 1999.

Críticas a la liberalización financiera

Los economistas heterodoxos críticos de la hipótesis M-S señalan una serie de problemas fundamentales presentes en ese enfoque.⁶ En primer lugar, la hipótesis se fundamenta en el supuesto ortodoxo de que la dificultad del financiamiento del desarrollo económico es exclusivamente un problema de precios relativos y, consecuentemente, no toma en cuenta las especificidades institucionales de cada país. Diversos autores⁷ han señalado que un aumento de las tasas de interés tiene los resultados opuestos a los predichos por la hipótesis M-S, precisamente por el efecto que los mercados informales de crédito —ampliamente difundidos en países periféricos— tienen sobre los mercados financieros. Adicionalmente, la hipótesis M-S ignora el impacto que tienen las altas tasas de interés reales sobre la estructura de costos de las empresas que financian su inversión con crédito bancario.

En segundo lugar, se critica el supuesto implícito en la hipótesis M-S de que los mercados financieros son perfectamente competitivos y que sin intervención estatal tenderían hacia un equilibrio óptimo entre ahorro e inversión. Sin embargo, dicho supuesto ignora la evidencia empírica contraria, que muestra elevados *spreads* entre las tasas activas y pasivas y una contracción del crédito bancario.⁸

En tercer lugar, economistas poskeynesianos han postulado una relación inversa a la que postula la hipótesis M-S entre el ahorro y el crecimiento. Según los primeros, el ahorro es un resultado del crecimiento, y no su causa: en una economía monetaria de producción con moneda endógena, lo que financia

⁶ Véanse los trabajos de Philip Arestis, *Money, Pricing, Distribution and Economic Integration*, St. Martin's Press, Nueva York, 1997; Robert Blecker, *Taming Global Finance. A better architecture for growth and equity*, *op. cit.*; Jayati Ghosh, "The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries", *op. cit.*; Lance Taylor, *Reconstructing Macroeconomics: Structuralist proposals and critiques of the mainstream*, Harvard University Press, Cambridge, 2004; y Prabhat Patnaik, "Financial Flows and Open Economy Macroeconomics", trabajo presentado en la conferencia Post liberalisation Constraints on Macroeconomic Policies, IDEAS/PNUD, Muttukadu, Chennai, India, 2006; entre muchos otros.

⁷ Véanse, por ejemplo, Lance Taylor, *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, Basic Books, Nueva York, 1983; S. Van Wijnbergen, "Interest management in LDCs", *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, núm. 3, 1983; y Carlos Díaz-Alejandro, "Good bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, núm. 1, 1985.

⁸ La literatura sobre las imperfecciones de los mercados financieros es extensa; véanse, por ejemplo, los trabajos sobre información asimétrica de J. Stiglitz y A. Weiss, "Credit rationing in markets with imperfect competition", *American Economic Review*, vol. 71, núm. 3, 1981; y Joseph Stiglitz, "Capital market liberalization, economic growth, and instability", en *World Development*, vol. 28, núm. 6, 2000.

la inversión es el sector financiero, no el ahorro. Desde esta perspectiva, el ahorro no es una precondition para el crecimiento. Un problema adicional de la hipótesis M-S, vinculado al punto anterior, es el supuesto de que son los depósitos del sistema financiero los que generan el crédito.⁹ Esto se desprendería de la hipótesis refutada por los poskeynesianos de que la inversión se financia con ahorro previo. Si este fuese el caso, el papel de la demanda efectiva quedaría debilitado, contrario a lo que concluyen autores poskeynesianos y kaleckianos.¹⁰ Según estos análisis, las expectativas de ganancias futuras son un determinante clave de la inversión, y la demanda efectiva impacta fuertemente sobre las expectativas de ganancias.

Autores estructuralistas y poskeynesianos también sugieren que la hipótesis M-S ignora los efectos que las tasas de interés controladas tienen sobre las finanzas públicas: incrementos en las tasas de interés pueden tener efectos macroeconómicos desestabilizadores,¹¹ como se ha visto repetidamente en el caso argentino. Por último, numerosos autores¹² sugieren que las políticas de liberalización financiera resultan en excesiva volatilidad de las variables financieras y cambiarias de un país.

Además de las críticas teóricas enunciadas, los resultados empíricos de la liberalización financiera no han sido los que sus promotores predecían. A continuación se resumen los principales resultados de la misma.¹³ En general, las reformas financieras, ampliamente difundidas en América Latina y otros países

⁹ Con frecuencia, la relación es a la inversa; son los préstamos los que generan depósitos. El exceso de liquidez que a menudo exhibe el sector bancario es prueba de ello.

¹⁰ Para una discusión más detallada, véanse, por ejemplo, Paul Burkett y Amitava Dutt, "Interest policy, effective demand and growth in LDCs", en *International Review of Applied Economics*, vol. 5, núm. 2, 1991; y Philip Arestis, *Money, Pricing, Distribution and Economic Integration*, op. cit.

¹¹ Véanse P. Arestis, "Financial liberalization and the relationship between finance and growth", en P. Arestis y M. Sawyer, *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Reino Unido, Edward Elgar, Cheltenham, 2007; y Taylor, *Structuralist Macroeconomics: Applicable...*, op. cit.

¹² Entre otros trabajos, consultar R. Ffrench-Davis y J. Ocampo, "Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes", en R. Ffrench-Davis (comp.), *Crisis financieras en países "exitosos"*, Santiago de Chile, CEPAL/McGraw Hill Interamericana, 2001; G. Mognillansky, "Inversión y volatilidad financiera: América Latina en los inicios del nuevo milenio", *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, enero, 2002; y Prabhat Patnaik, "Financial Flows and Open Economy Macroeconomics" trabajo presentado la conferencia de IDEAS-PNUD, Post liberalisation Constraints on Macroeconomic Policies, Muttukadu, Chennai, India, 2006.

¹³ Véanse P. Arestis y M. Sawyer, "How many cheers for the tobin transactions tax?", *Journal of Economics*, núm. 21, Cambridge, 1997; y P. Arestis; M. Nissanke y H. Stein, "Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization", *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper, núm. 377, Nueva York, 2003.

asiáticos, han resultado en tasas de interés reales excesivamente altas asociadas a numerosas crisis bancarias desde principios de la década de 1980.

Diversos estudios econométricos han examinado las relaciones sobre las que descansa la hipótesis M-S, en especial entre tasas de interés real y ahorro, oferta de crédito e inversión, tasa de interés real y la productividad de la inversión, y la inversión y el crecimiento. En general, los resultados son contrarios a las predicciones de la hipótesis M-S. Respecto de la relación entre la tasa de interés real y el ahorro, si bien los primeros estudios encontraron una tenue correlación positiva, trabajos posteriores más amplios llegan a la conclusión de que los efectos de la tasa de interés sobre el capital son mayores que sobre la oferta de ahorro. Por lo tanto, la liberalización financiera ha tenido, en general, un impacto negativo sobre la inversión y, consecuentemente, sobre la acumulación. Otros trabajos que investigaron la relación entre la tasa de interés real, las condiciones financieras y el crecimiento del producto interno bruto (PIB) tampoco encontraron evidencia que valide la hipótesis. Este vínculo tiende a estar fuertemente influido por las características y modo de funcionamiento de las instituciones financieras en cada país. La evidencia empírica sugiere que, contrariamente a lo que indica la hipótesis M-S, no hace falta liberalizar los mercados financieros para que haya crecimiento económico y desarrollo del sector financiero.

En resumen, la evidencia empírica sobre la hipótesis de liberalización financiera M-S es, en el mejor de los casos, débil, y en la mayoría de los casos contraria a la hipótesis.

LAS PROPUESTAS ALTERNATIVAS¹⁴

Economistas keynesianos, poskeynesianos, estructuralistas y marxistas han realizado una gran cantidad de propuestas desde finales de la década de 1970; en este apartado, nuestro objetivo es presentar las principales. La propuesta realizada por el economista keynesiano James –que presentamos a continuación– fue la que más difusión ha tenido dentro de este grupo. Cabe destacar que, con excepción de los controles de capitales, ninguna de ellas ha sido puesta en marcha.

¹⁴ Cabe aclarar que no se incluyeron las propuestas correspondientes a las reformas de gobierno de las instituciones financieras internacionales como el Fondo Monetario Internacional.

La tasa Tobin

Una de las propuestas para estabilizar los mercados financieros que adquirió gran difusión gracias a los movimientos que promueven una globalización alternativa es la de establecer un impuesto a las transacciones en moneda extranjera. Esta idea fue planteada por James Tobin en 1972, quien propuso la imposición de una pequeña tasa uniforme –entre 0.1% y 0.5%– a todas las transacciones financieras denominadas en divisas, con el propósito de desincentivar la especulación.¹⁵ El objetivo planteado por Tobin era desestimular las transacciones de cambios de moneda extranjera de corto plazo –que en su mayoría son con fines especulativos– a partir de la reducción significativa de las ganancias de este tipo de comercio, teniendo un efecto marginal en las inversiones a largo plazo. Según Tobin, para inversiones cortoplacistas reiteradas, la tasa podría representar un monto de entre 10 y 50% de su inversión total.

En la década de 1970 –y especialmente a partir del derrumbe del sistema de Bretton Woods– la prescripción dominante de los economistas ortodoxos era la de establecer un tipo de cambio flexible sin intervención oficial. Para Tobin, este debate sobre tipos de cambio evadía el problema esencial: la excesiva movilidad internacional del capital financiero privado. Siguiendo esta línea, su propuesta buscó generar una mayor segmentación financiera entre naciones o áreas monetarias, permitiendo a sus respectivos Bancos Centrales y gobiernos una mayor autonomía en políticas orientadas a determinados objetivos económicos. En palabras de Tobin, este tipo de impuesto implicaría “echar granos de arena” en los engranajes de los mercados financieros. Así, la tasa permitiría expandir la autonomía de la política monetaria nacional, siendo marginal su efecto sobre las inversiones de largo plazo o las extranjeras directas (IED), y también respecto de los costos ordinarios comerciales y de transporte, por lo cual no tendría mayores efectos en el comercio exterior.¹⁶

La propuesta planteaba que el impuesto debería ser administrado por cada gobierno en su jurisdicción, y ser uniforme y universal. Este último requisito es necesario debido a que si es aplicado en un solo país, el mercado de divisas se movería *offshore*, evadiendo el pago. Al mismo tiempo, una agencia multilateral –como el Bank for International Settlements (BIS) o el Fondo Monetario Internacional (FMI)– deberían ejercer el control de las autoridades regulatorias

¹⁵ James Tobin, “A Proposal for International Monetary Reform”, *Eastern Economic Journal* vol. 4, núms. 3-4, 1978.

¹⁶ Barry Eichengreen, James Tobin y Charles Wyplosz, “Two cases for sand in the wheels of international finance”, *The Economic Journal*, vol. 105, núm. 428, 1995, pp. 162-172; y James Tobin, “A Proposal for International Monetary Reform”, *op. cit.*

nacionales. Los ingresos generados por el impuesto podrían pagarse al Banco Mundial o al Fondo Monetario Internacional.¹⁷

A partir de esta propuesta se han desarrollado diversos argumentos a favor y en contra de la aplicación de la tasa. Entre los principales beneficios postulados se destacan los siguientes:¹⁸

Expansión de la autonomía de la política monetaria nacional. El impuesto puede, en cierto grado, liberar a la política nacional del control de la tasa de interés, debido a que no será necesario implementar un incremento en la misma en una proporción equivalente al aumento deseado en el tipo de cambio.

Reducción de la volatilidad cambiaria. Si bien las fluctuaciones menores en el tipo de cambio no implican de por sí un problema, las variaciones discontinuas y los cambios abruptos pueden generar cancelaciones o retrasos en proyectos de inversión, reduciendo así el crecimiento económico. En este sentido, la tasa Tobin tendría un efecto inmediato sobre los movimientos de capitales de corto plazo debido a que disminuiría las perspectivas de ganancias especulativas en los mercados de divisas. Adicionalmente, al reducir la velocidad a la cual los agentes reaccionan frente a cambios en los precios de las divisas, podría generar un efecto estabilizador en este mercado.¹⁹

Fondo para subsidiar proyectos de desarrollo o combatir la pobreza. Este beneficio –que Tobin vio como un subproducto de su idea pero no como su principal justificación– podría ser de gran importancia.

Otro beneficio importante de la tasa Tobin sería que alteraría los incentivos económicos sin requerir una intervención fuerte para regular los flujos de capital. En este sentido, sería similar a otros impuestos aplicados para controlar otras formas de externalidad, como por ejemplo, la polución.²⁰

¹⁷ Barry Eichengreen, James Tobin y Charles Wyplosz, “Two cases for sand in the wheels of international finance”, *op. cit.* Otra propuesta similar a la de Tobin es la de Jacques Melitz, quien ideó un impuesto de 100% sobre las transacciones financieras de menos de un año; al respecto véase Robert Blecker, *Taming Global Finance. A better architecture for growth and equity*, *op. cit.*

¹⁸ Bruno Jetin y Suzanne de Brunhoff, “The Tobin Tax and The Regulation of Capital Movements”, en Bello, Walden *et al.* (comps.), *Global Finance: New Thinking on Regulating Speculative Capital Markets*, Londres, Zed Press, 2000.

¹⁹ Korkut Erturk, “On the Tobin Tax”, *Review of Political Economy*, vol. 18, núm. 1, 2006.

²⁰ R. Schmidt, “A Feasible Foreign Exchange Transactions Tax”, en Bello, Walden *et al.* (comps.), *Global Finance: New Thinking on Regulating Speculative Capital Markets*, Londres, Zed Press, 2000.

Por otro lado, diversos autores han señalado las limitaciones de este impuesto.²¹ Las principales objeciones que se han realizado al impuesto son de dos tipos. Un primer grupo ataca la existencia misma de la tasa. El principal argumento que sostienen es que el impuesto distorsionaría la asignación de recursos en el mercado cambiario generando ineficiencia, debido a que cualquier obstáculo a la libre circulación de capital reduce la liquidez e incrementa la volatilidad del tipo de cambio –efectos contrarios a los que busca la tasa. Muchas investigaciones, como la de Milton Friedman y la denominada escuela de las expectativas racionales, argumentan que la especulación es un factor estabilizante, dado que los especuladores determinan los precios de equilibrio de mercado walrasiano. Sin embargo, no hay pruebas empíricas concretas que ratifiquen esta hipótesis.

Otros autores dentro de este primer grupo –como Paul Davidson– han señalado que una tasa tan pequeña no detendría a los especuladores financieros, debido a que su fuerza no es suficiente como para desincentivar ataques especulativos sobre monedas percibidas como débiles. Por ejemplo, si la tasa es de 0.1%, una devaluación esperada del 10% en pocos días no desmotivará a los especuladores a retirar el dinero.²² Además, Davidson²³ plantea que la tasa podría generar un efecto significativo sobre los flujos de comercio internacionales.

Un segundo grupo de cuestionamientos está relacionado con la inviabilidad de la implementación de la tasa. En primer lugar, porque no podría ser aplicada a menos que todos los países la introduzcan simultáneamente, de lo contrario, se generaría un flujo masivo de capitales hacia los países que no adopten el impuesto. Kenen²⁴ refuta esta objeción argumentando que si bien es preferible que todos los países adopten la tasa Tobin, este no es un prerequisite para su implementación, aunque aclara que la tasa debería ser aceptada por los principales centros financieros mundiales.

Por otro lado, se plantea que, aunque la aplicación de la tasa estaría internacionalmente legislada, sería impracticable en virtud de que las transacciones en

²¹ Véanse, entre otros, a M.P. Dooley, “The Tobin tax: good theory, weak evidence, questionable policy”, en M. Ul Haq, I. Kaul y I. Grunberg (eds.), *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*, Nueva York, Oxford University Press, 1996; y J. Frankel, “How well do foreign exchange markets function: might a Tobin Tax help?”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, núm. 5422, 1996.

²² Bruno Jetin y Suzanne de Brunhoff, “The Tobin Tax and The Regulation of Capital Movements”, *op. cit.*

²³ Paul Davidson, “Are grains of sand in the wheels of international finance sufficient to do the job when boulders are often required?”, *The Economic Journal*, vol. 107, 1997, pp. 671-686.

²⁴ P. Kenen, “The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions”, en Mahbub Ul Haq, Inge Kaul e Isabelle Grunberg (eds.), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford, 1996.

divisas son muy difíciles de monitorear. El mercado de divisas es descentralizado y no tiene un mecanismo sistemático y abarcativo para registrar todas las transacciones. Para regular los bancos privados y las instituciones financieras, los bancos centrales y los cuerpos supervisores requerirían el control de todos los balances. Sin embargo, en el marco del sistema financiero actual es posible realizar transacciones no registradas en los balances bancarios²⁵ (*off balance-sheet transactions*), lo que dificulta el monitoreo.²⁶ Además, los costos de monitoreo serían altos, por lo que sería necesario que una organización supranacional supervise la recolección y distribución del impuesto.²⁷

Una última crítica plantea que los especuladores podrían evadir la tasa sustituyendo productos derivados, como bonos del tesoro denominados en diferentes divisas. Sin embargo, estudios recientes realizados por el North-South Institute, en Canadá, sugieren que la implementación de una tasa sería factible si se aplicara al sistema de pagos interbancario. Además, la tasa también debería ser impuesta en transacciones a futuro.²⁸

Estas limitaciones implican que la tasa Tobin, de ser aplicada, debería ser complementada con otras medidas cuyo objetivo sería reducir el poder de los mercados financieros internacionales.²⁹

Autoridad Internacional de Compensación

Davidson sostiene que la tasa Tobin no sería suficiente para estabilizar al sistema financiero internacional y propone como alternativa un sistema basado en una Autoridad Internacional de Compensación.³⁰ Esta idea se inspira en Keynes, quien planteó que cuando existe un desbalance persistente en el tiempo en las cuentas corrientes del balance de pagos debido, por ejemplo, a la fuga de capitales o a un déficit sostenido en la balanza comercial, debe existir algún mecanismo autorregulador que induzca a los países superavitarios a asumir una mayor responsabilidad para eliminar esos desequilibrios. Así, para mantener el equilibrio de pagos entre los diferentes países, se requeriría un sistema de doble

²⁵ Por ejemplo, transferencias de fondos entre sucursales en distintos husos horarios.

²⁶ R. Schmidt, "A Feasible Foreign Exchange Transactions Tax", *op. cit.*

²⁷ Robert Blecker, *Taming Global Finance...*, *op. cit.*

²⁸ R. Schmidt, "A Feasible Foreign Exchange Transactions Tax", *op. cit.*

²⁹ Bruno Jetin y Suzanne de Brunhoff, "The Tobin Tax and The Regulation of Capital Movements", *op. cit.*

³⁰ Véanse los trabajos de Paul Davidson, "Is a plumber or a new financial architect needed to end global international liquidity problems?", *World Development*, vol. 28, núm. 6, 2000, pp. 1117-1131; y "Are grains of sand in the wheels of international finance...", *op. cit.*

entrada manejado por una autoridad internacional de compensación –además de un conjunto de reglas para crear un sistema de reflujo de liquidez mientras se mantiene la paridad de poder de compra de la moneda internacional de dicha autoridad de compensación. Este sistema estaría basado en un instrumento monetario que tendría aceptabilidad entre las distintas naciones, con un método acordado para determinar los tipos de cambio.

Siguiendo esta línea, Davidson plantea reformular el sistema internacional de pagos a partir de la creación de una Autoridad Internacional de Compensación que provea los controles de capitales y otras condiciones necesarias y suficientes para permitir el establecimiento de una “Edad de oro” en el siglo XXI, análogamente a los 30 años posteriores a la Segunda Guerra Mundial. Este sistema estaría designado con el objetivo de, en primer lugar, prevenir una falta de demanda efectiva agregada derivada de que uno o varios países o bien mantienen excesivas reservas o continuamente están drenando reservas del sistema; en segundo lugar, suministrar un mecanismo automático para establecer un mayor peso de los ajustes en las naciones superavitarias; en tercer lugar, proveer a los países la capacidad de monitorear y, si es necesario, de imponer obstáculos a los movimientos de inversiones de cartera para controlar el movimiento de capitales y, por último, expandir la cantidad de activos líquidos que sirvan como garantía internacional.³¹

Davidson esboza algunos elementos centrales de este sistema. La unidad de cuenta y el activo de reserva para liquidez internacional sería una nueva moneda, la Unidad Monetaria Internacional de Compensación (IMCU, por sus siglas en inglés –International Money Clearing Unit). Todos los IMCU estarían en posesión de los Bancos Centrales, no del público. Cada uno de éstos se comprometería a intercambiar los IMCU por moneda nacional, estableciendo sus propias reglas para poner a disposición del público moneda extranjera (mediante operaciones vía IMCU) a los residentes o al sector bancario.

El tipo de cambio inicial entre los IMCU y las monedas nacionales se pautaría con cada país. Además, se establecería un mecanismo tripartito para estimular a una nación acreedora a gastar lo que se caracterizaría como créditos “excesivos” en sus balances por la comunidad internacional. Estos excesos de créditos podrían gastarse de tres formas: 1) en productos de otros miembros de la Unión; 2) en nuevos proyectos de inversión extranjera directa (IED); y 3) en proveer transferencias unilaterales (ayuda externa) a los miembros deficitarios. Este sistema permitiría que los países superavitarios manejen con bastante discrecionalidad su decisión de cómo ajustar, sin permitir que transmitan el peso a las naciones deficitarias independientemente de lo que esas naciones puedan

³¹ Paul Davidson, “Are grains of sand...”, *op. cit.*

afrontar. En esta línea, es importante asegurar que la continua acumulación de créditos por parte de las naciones superavitarias no active fuerzas recesivas y/o aliente la acumulación de deudas. En caso de que algún país no disminuya su superávit en un determinado periodo, la agencia de compensación podrá confiscar una porción de los créditos.

Adicionalmente, según Davidson, se podría desarrollar un sistema para estabilizar el poder de compra de los IMCU a largo plazo (en términos de una canasta de bienes de cada país miembro). Esto requeriría un sistema de tipo de cambio fijo entre la moneda local y los IMCU que varíe únicamente ante cambios permanente en la productividad. Las limitaciones de esta propuesta son los problemas de coordinación y la necesidad de un fuerte compromiso y voluntad política para establecer el sistema.

Autoridad Financiera Mundial

John Eatwell y Lance Taylor proponen el establecimiento de una Autoridad Financiera Mundial (AFM) con el objetivo de un mejor funcionamiento de los mercados financieros internacionales, caracterizados por su alta volatilidad e inestabilidad.³² En la óptica de los autores, estos problemas están directamente asociados a la liberalización de los mercados financieros desde la década de 1970. Con base en este diagnóstico plantean que el rol fundamental de la AFM sería la regulación del riesgo sistémico, junto con la coordinación de la acción nacional contra el abuso de mercado y el delito financiero internacional. Según Eatwell y Taylor, para que la AFM sea una reguladora eficaz tendría que realizar las mismas tareas que hoy desempeñan los reguladores nacionales más eficientes, es decir, información, autorización, vigilancia, orientación y cumplimiento obligatorio. La mayoría de estas funciones quedarían a cargo de las autoridades nacionales como agentes de la Autoridad Financiera Mundial.³³

La AFM tendría cuatro funciones principales.³⁴ En primer lugar, establecería estándares regulatorios que las autoridades nacionales podrían adoptar. La AFM tendría la responsabilidad de liderar la creación, operación y modernización de un marco regulador amplio para todos los servicios financieros, diseñando

³² John Eatwell y Lance Taylor, "A World Financial Authority", en J. Eatwell y L. Taylor (comps.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Oxford, Oxford University Press, 2002; *Finanzas globales en riesgo: un análisis a favor de la regulación internacional*, Buenos Aires, Siglo XXI Editores, 2005.

³³ John Eatwell y Lance Taylor, *Finanzas globales en riesgo: un análisis a favor de la regulación internacional*, op. cit.

³⁴ John Eatwell y Lance Taylor, "A World Financial Authority", op. cit.

técnicas eficientes de administración de riesgo para bancos, fondos mutuos, fondos de seguro y jubilatorios, cubriendo todas las operaciones *onsshore* y *offshore* dentro y fuera de la planilla de balance. Adicionalmente, la AFM podría establecer estándares de “buenas prácticas”, asistir a los países o publicitar las fallas por medio de una estricta vigilancia. Asimismo, la AFM podría constituirse en un foro donde se desarrollarían e instrumentarían reglas de cooperación financiera internacional.

En segundo lugar, los países tendrían la libertad de elegir sus propios regímenes de mercado de capital y posturas regulatorias luego de consultas con la AFM, dejando de lado los paquetes de políticas de “modelo único” del Banco Mundial y el FMI.

En tercer lugar, con la vigilancia de la AFM, el Fondo Monetario Internacional podría ser reconvertido en prestamista de última instancia, utilizando sus propios recursos y coordinando los esfuerzos de los bancos centrales nacionales. Para Eatwell y Taylor, la regulación efectiva es condición necesaria para el desarrollo de un prestamista de última instancia exitoso: si no se exige la adecuación del capital y la administración de los riesgos y si los administradores no se responsabilizan por su conducta frente al regulador, las autoridades estarían expuestas a un excesivo riesgo moral (*moral hazard*).

Por último, la AFM puede desarrollar medios innovadores para dirigir los flujos de capital hacia necesidades de largo plazo. Por ejemplo, se podría planificar la creación de fondos para mercados financieros de economías emergentes supervisados por el Banco Mundial, o ayudar a los gobiernos a crear herramientas regulatorias que puedan frenar movimientos de corto plazo y bajar las tasas de interés.

¿Es posible crear una organización como el AFM? Según Eatwell y Taylor, la estructura para la AFM ya existe en la forma del BIS y del marco regulatorio cooperativo desarrollado dentro de la Organización Internacional de Comisiones de Títulos (OICT)³⁵ y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (AISS).³⁶ En general, estas instituciones gozan de la confianza de los gobiernos y la comunidad financiera. Asimismo, el Foro de Estabilidad Financiera –que reúne al G-7 y todas las instituciones internacionales interesadas en cuestiones de regulación– deriva su carácter del BIS. Es importante destacar que para los autores de esta propuesta, el desarrollo institucional requerirá la colaboración conjunta de autoridades nacionales, bancos centrales e instituciones del sector privado en aquellos países que tienen su propia regulación financiera.

³⁵ International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

³⁶ International Association of Insurance Supervisors (IAIS).

Controles de capitales

Los controles de capitales son medidas que buscan tener un impacto sobre el volumen, la composición o la distribución de flujos de capital privados internacionales y, a diferencia de las propuestas enumeradas hasta ahora, se implementarían a nivel de los Estados-nación. Estos controles pueden apuntar a las distintas clases de ingresos o egresos de flujos y, generalmente, son específicos a tipos particulares de inversión, como IED por parte de empresas multinacionales, flujos de capitales de corto plazo e instrumentos derivados, préstamos y depósitos bancarios e inversiones de portafolio.³⁷ La clasificación más usual suele diferenciar a las herramientas de manejo directas e indirectas; estas últimas se basan en el mecanismo de precios y en general son adoptadas en momentos de entrada de fondos externos (e.g. desestímulos tributarios y depósitos compulsivos), mientras que las primeras se aplican fundamentalmente en situaciones caracterizadas por reversiones abruptas de flujos de capitales, e incluyen la implementación de prohibiciones o límites explícitos destinados a reducir los grados de libertad para la gestión privada de las carteras.³⁸

Otros instrumentos de política vinculados con la cuenta capital son los controles de cambios y las regulaciones prudenciales del sistema financiero. Los primeros introducen restricciones al movimiento de monedas y pueden presentarse bajo la forma de licencias para la adquisición de divisas destinadas a la importación de bienes de lujo o plazos máximos de liquidación de dólares para las exportaciones, entre otras modalidades. Por otra parte, las regulaciones prudenciales del sistema financiero incluyen estándares de capitales mínimos, requerimientos de informes u otras restricciones como el establecimiento de determinados términos bajo las cuales las instituciones financieras domésticas pueden proveer capital a determinado tipo de proyectos.

Dada la estrecha conexión entre las restricciones a la cuenta capital y estas otras herramientas de política, la estricta separación entre instrumentos no puede ser mantenida de manera clara en la práctica. En efecto, en general se aplica un conjunto de controles, debido a que la efectividad de una medida magnifica el efecto de otras y refuerza la eficacia del régimen de control de capital.³⁹

³⁷ Para una discusión teórica sobre los controles de capitales, véase T. Palley, *Rethinking the Economics of Capital Mobility and Capital Controls*, Amherst, Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, 2000.

³⁸ M. Borzel, "El manejo de la cuenta capital", Documento de Trabajo, Buenos Aires, CEFID-AR, 2005; Gerry Epstein, Ilene Grabel y K.S. Jomo, "Capital management techniques in developing countries: An assessment of experiences from the 1990s and lessons for the future", Political Economy Research Institute, Documento de Trabajo, Amherst, University of Massachusetts, 2003.

³⁹ Epstein, Grabel y Jomo, "Capital management techniques...", *op. cit.*

Los países han utilizado históricamente una amplia variedad de controles de capitales y de cambios. Algunas de las herramientas más utilizadas son las siguientes:

Control de Inversión Extranjera Directa (IED). Existe una amplia variedad de experiencias de control de la IED. Respecto de los ingresos, muchos países han restringido la compra de empresas domésticas por parte de extranjeros (Corea del Sur) o de ciertos sectores (como el petrolero, en México). Otros han permitido la compra de una minoría de las acciones de una empresa, o de empresas de un determinado sector (como el de los medios en Estados Unidos). Respecto de los egresos, algunos gobiernos han establecido restricciones generales a la IED (Corea del Sur) o controlaron determinados tipos de inversiones (como, por ejemplo, la venta de determinada tecnología a ciertos países).

Restricciones de préstamos bancarios a no-residentes. Una práctica usual en el mercado financiero es que un porcentaje de especuladores externos tomen préstamos en moneda doméstica para luego revenderlos. Para reducir los incentivos a ese tipo de especulación los gobiernos pueden establecer un impuesto a los préstamos a no residentes, o requerir que un porcentaje de los mismos sea colocado en una cuenta que no rinda interés –lo que funcionaría como un impuesto indirecto. Crotty y Epstein sugieren que dichos controles pueden ser efectivos en el corto plazo; sin embargo, existe la posibilidad de que los residentes tomen préstamos de los bancos para prestarlo a no residentes, evadiendo los controles.⁴⁰

Utilización del sistema de impuestos para reducir la movilidad de capital. Otra forma de controlar los movimiento de capitales es mediante el sistema impositivo. Por ejemplo, puede utilizarse un impuesto de tipo keynesiano, que consiste en el establecimiento de una tasa a la venta de cualquier activo financiero mantenido por menos de un determinado lapso de tiempo. También podría aplicarse una tasa diferenciada a los ingresos generados por inversiones financieras internas y externas que penalice a estas últimas.

Tipos de cambio duales. Los tipos de cambios duales o múltiples pueden sustituir o reforzar los impuestos. Para evitar una reducción del tipo de cambio y la consecuente pérdida de competitividad, el gobierno puede fijar una tasa para las transacciones comerciales y permitir que fluctúe la tasa utilizada para

⁴⁰ James Crotty y Gerald Epstein, "In defence of capital controls", en Leo Panitch (ed.), *Socialist Register 1996: Are There Alternatives?*, Londres, The Merlin Press, 1996.

transacciones financieras. Estos tipos de cambio duales han sido ampliamente utilizados, particularmente en los países en desarrollo.

Restricciones cuantitativas. Muchos de los controles de capitales más utilizados son de tipo cuantitativo. Hacia 1990, 11 países industrializados y 109 en desarrollo tenían algún tipo de control cuantitativo. Hay una amplia gama de controles, que van desde controlar un grupo de transacciones a todos los usos de divisas, incluyendo el comercio.

A partir del análisis de las experiencias de distintos países se observa que muchos gobiernos que no siguieron las recomendaciones de la comunidad financiera internacional —como Chile, Colombia y diversos países asiáticos— consiguieron resultados más satisfactorios que los que liberalizaron su cuenta capital de manera indiscriminada.⁴¹ En los últimos años, si bien la mayoría de los economistas ortodoxos continúan siendo escépticos sobre los controles a la salida de capitales, las restricciones al ingreso han ganado popularidad, especialmente luego de la crisis asiática.⁴²

Encajes por tipo de activos

Otra propuesta de implementación a escala nacional es el encaje por tipo de activos, formulada por Palley.⁴³ Este autor explica que el incremento de las turbulencias y la volatilidad en los mercados financieros han coincidido con la

⁴¹ Si bien los controles de capitales fueron exitosos en estos países, se abandonaron hacia fines de la década de 1990, cuando se produjo una fuerte reducción de los flujos de capitales internacionales como consecuencia de la crisis asiática y otras posteriores (Rusia, Brasil, Turquía, Argentina). Para una descripción caso por caso de estas experiencias véanse M. Agosin y R. Ffrench-Davis, “Managing capital inflows in Chile”, S. Grith-Jones, M. Montes y A. Nasution (comps.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford, Reino Unido, Oxford University Press, 2001; Epstein, Grabel y Jomo, “Capital management techniques in developing countries: An assessment of experiences from the 1990s and lessons for the future”, *op. cit.*; Ilene Grabel, “Capital controls and related measures to avert financial crises”, trabajo presentado en la conferencia Alternatives to Neoliberalism, Washington DC, mayo 23-24, 2002; G. Le Fort y S. Lehmann, “El encaje y la entrada neta de capitales: Chile en el decenio de 1990”, *Revista de la Cepal*, núm. 81, 2003; y J. Ocampo y C. Tovar, “La experiencia colombiana con los encajes a los flujos de capital”, *Revista de la CEPAL*, núm. 81, 2003.

⁴² Sebastian Edwards, *How effective are capital controls?*, Documento de Trabajo, Cambridge, National Bureau of Economic Research, 1999.

⁴³ Thomas Palley, “Stabilizing Finance: The Case for Asset-Based Reserve Requirements”, *Financial Markets and Society*, agosto, Philomont, Virginia, The Financial Markets Center, 2000.

desregulación doméstica de los países industrializados y el incremento de las innovaciones financieras, las cuales cambiaron profundamente la estructura del sistema financiero. Adicionalmente, una gran porción de las transacciones financieras son realizadas por fuera del sector bancario, lo que significa que el porcentaje de flujos sujeto a estrictas reglas asociadas con la regulación bancaria se han contraído como proporción del total de transacciones.

Palley plantea que una pieza central para la reconstrucción de un marco regulatorio coherente es el concepto de requisitos de encaje por tipo de activo *Asset-Based Reserve Requirements*, (ABRR), es decir, requisitos de reservas basados en los activos. La idea es que variando el nivel de requisito de reservas para distintas categorías de activos, las autoridades monetarias pueden ajustar la demanda de diversas colocaciones. Los bancos centrales deberían aplicar estas medidas a todos los intermediarios financieros sobre la base de sus tenencias de activos, y no de su forma corporativa.

Palley destaca que los ABRR son una alternativa superior a los estándares mínimos de capital para combatir el problema de la inestabilidad financiera, en virtud de su flexibilidad y aplicabilidad universal. Según este autor, estos requisitos han fallado en discriminar efectivamente distintos tipos de riesgo y, además, comparten las mismas limitaciones inherentes a todas las regulaciones centradas en el sistema bancario —en un sistema financiero en el cual los bancos tienen un papel cada vez más desdibujado. Además, los estándares de capital tienden a ser procíclicos.

En el contexto nacional, un sistema de ABRR tiene tanto ventajas microeconómicas como macroeconómicas. En primer lugar, estos encajes pueden reforzar el control de las autoridades monetarias sobre las tasas de interés a corto plazo, incrementar la eficacia de la política monetaria y ejercer una influencia efectiva en la actividad económica real. En segundo lugar, los ABRR actúan como estabilizadores automáticos: cuando el precio de los activos se incrementa, o cuando el sector financiero crea nuevos activos, los ABRR generan automáticamente una restricción monetaria, al requerir una acumulación adicional de reservas. Inversamente, cuando caen los valores de los activos financieros, los ABRR generan automáticamente un alivio monetario vía liberación de reservas. Adicionalmente, los ABRR permiten que los Bancos Centrales tengan como objetivo lograr desbalances sectoriales sin desencadenar las amplias consecuencias asociadas a cambios en el nivel general de las tasas de interés. Por ejemplo, ante un recalentamiento del mercado inmobiliario, la autoridad monetaria puede imponer mayores encajes a las nuevas hipotecas y, consecuentemente, incrementar el costo del préstamo hipotecario, sin tener que necesariamente incrementar la tasa de interés y desacelerar la economía.

A nivel microeconómico, los ABRR pueden ser utilizados para redistribuir fondos a ciertos sectores o con el fin de un propósito determinado. Por ejemplo, estableciendo encajes bajos (o nulos) en determinadas inversiones, las autoridades monetarias pueden orientar fondos a áreas prioritarias y desincentivar otras colocaciones socialmente negativas.

Finalmente, los ABRR pueden prevenir que futuras innovaciones financieras minen la capacidad de la política monetaria de alcanzar ciertos objetivos. Una de las críticas o limitaciones de este sistema es que requiere de una alta capacidad operativa y manejo de información por parte de la autoridad de aplicación.

Propuestas post-crisis

La actual crisis mundial, desencadenada en el mercado de hipotecas *subprime* de Estados Unidos, ha dado nueva vigencia a las propuestas hasta aquí enumeradas y vigorizado los debates en torno a cuáles deberían ser las características deseables del sistema financiero a los fines de un desarrollo sostenido y sustentable. Si bien el análisis de las causas de dicha crisis excede los límites del presente trabajo, a continuación enumeraremos las principales propuestas que se han realizado desde la heterodoxia.

a) Regulación del sistema bancario y de los nuevos instrumentos financieros

La actual crisis financiera estuvo fuertemente vinculada en sus inicios al mercado de hipotecas *subprime* y a las nuevas innovaciones financieras. En particular, los valores (*securities*) son “paquetes” de activos financieros, por ejemplo títulos de créditos hipotecarios o de otro tipo (cupones de tarjetas de crédito, préstamos a empresas, etcétera) que los bancos transfieren a entidades financieras bajo su control *special purpose vehicle* (SPV).⁴⁴ EL SPV actúa como fiduciario de los flujos de dinero que generan los créditos originales, y emite títulos que son puestos a la venta *asset-backed securities* (ABS). Si estos valores son emitidos con base en títulos hipotecarios se denominan valores respaldados por hipotecas *mortgage backed securities* (MBS).⁴⁵ Los *pools* de activos se venden según tramos de riesgo

⁴⁴ Para una descripción de los distintos tipos de activos financieros de la actualidad, véase Rolando Astarita, “Notas sobre la crisis financiera”, mimeo, 2007.

⁴⁵ En el caso de las hipotecas *subprime*, la particularidad es que se suprime el requisito de acreditación de ingresos por parte de los compradores.

a inversores, y cada tramo tendrá asignado un determinado grado de riesgo de acuerdo con la prioridad para el cobro en caso de que ocurran problemas en el pago. En ciertos casos, los valores resultan del re-empaquetado de otros valores, lo cual hace sumamente difícil la estimación del valor de cada tramo por parte de las calificadoras. Cabe destacar que los bancos retiran estos activos de su balance sin necesidad de inmovilizar un porcentaje de capital. Este es un negocio altamente rentable debido a las comisiones cobradas en todos los puntos de la cadena de titularización.⁴⁶

Restricción y/o eliminación de las operaciones “por fuera de balance” (off balance sheet). La escasa regulación de los bancos comerciales y de los bancos de inversión, y la prácticamente nula regulación del “sistema bancario en las sombras”, se basa en el supuesto neoclásico de que, dado un cálculo de precio certero con base en la relación rentabilidad-riesgo, los compradores y vendedores de los valores pueden tomar decisiones óptimas tal que únicamente tomen riesgos los sujetos que son capaces de manejarlo. Así, los mercados financieros asignarían los recursos eficientemente, minimizando la posibilidad de una crisis financiera y la necesidad de rescates gubernamentales. Sin embargo, esto es un mito: los bancos mantienen billones de dólares en activos de riesgo tanto en sus balances como “por fuera de balance”, sin la necesidad de requerimientos de capital. Así, el sistema induce a estas entidades financieras a mantener la mayor cantidad de activos posible por fuera de su balance (e.g. en valores ilíquidos pero muy rentables como las obligaciones de deuda colateralizada, CDOs según su sigla en inglés), incrementando la rentabilidad pero aumentando el riesgo. En términos generales, los balances de los bancos ya no proveen información suficiente sobre su verdadero estado financiero.

El “sistema bancario en las sombras” de fondos privados de inversión, fondos de cobertura (*hedge funds*) y valores estructurados de inversión *structured investment vehicle* (SIV), desempeñó un papel central en la creación de las condiciones que desencadenaron la crisis global. Ante una situación de crisis, la destrucción del valor de estos activos impulsó un éxodo desde posiciones por fuera del balance hacia el balance. Es por este motivo que estas instituciones deberían actuar bajo control regulatorio adecuado.

Teniendo en cuenta estos mecanismos, una propuesta es prohibir las colocaciones de activos “por fuera de balance”, desplazando las inversiones riesgosas a la hoja del balance y bajo los requerimientos de capital. Estos últimos

⁴⁶ Alejandro Banzas y Lorena Fernández, “Titulización hipotecaria. El instrumento. Reseña de experiencias. Enseñanzas y desafíos post-crisis para su uso en la argentina”, Documento de Trabajo, núm. 27, Buenos Aires, CEFID-AR, 2009.

deberían ser suficientes como para prevenir la insolvencia bancaria, incluso durante las crisis de iliquidez.⁴⁷

Control o prohibición de la venta de instrumentos financieros complejos. Las innovaciones financieras han llegado a un punto en el cual los instrumentos financieros estructurados como los valores y los CDOs son inherentemente complejos y opacos. La mayoría de estos productos se negocian por fuera del mercado, en general en arreglos negociados entre un banco de inversión y uno o más compradores. Por lo tanto, el postulado neoclásico que afirma que el mercado asigna óptimamente los recursos de acuerdo a las señales de los precios no se aplica a estos activos. Además, las calificadoras de riesgo asignan los precios a estos productos a partir de oscuros modelos estadísticos.

Por otro lado, se alegó que en el caso de los derivados complejos, los riesgos asociados a cualquier clase de valor podrían ser divididos en diferentes componentes; así, los inversores podrían comprar ciertos segmentos de riesgo. Sin embargo, se han creado y distribuido extraordinarios niveles de riesgo, mientras que los instrumentos financieros reestructurados se concentran en segmentos de riesgo en formas complejas. Además, la titularización y el financiamiento por los mercados financieros globales crearon canales de contagio a partir de los cuales los problemas originados en un mercado determinado (e.g. el mercado *subprime* de hipotecas de Estados Unidos) se extienden a todo el mundo aumentando la fragilidad sistémica, generando crisis también sistémicas.

Si los reguladores insisten en que todos los valores deben ser intercambiados en el mercado, estos productos podrían simplificarse, volverse más transparentes e involucrar menos riesgo y menores costos, ya que productos más simples imponen menores “análisis de costos” a los consumidores finales.

Diversas propuestas han planteado la implementación de un sistema regulatorio preventivo similar a los utilizados por la Food and Drug Administration de Estados Unidos –organismo estatal encargado de evaluar si nuevos productos alimenticios y medicinales pueden o no ser comercializados en el mercado–, los reguladores analizarían los nuevos productos y procesos creados por la innovación financiera y determinarían si estas innovaciones pueden incrementar la fragilidad sistémica. Al mismo tiempo, los reguladores tendrían la capacidad de monitorear la evolución de estos productos. Hasta la década de 1990, tanto

⁴⁷ M. Ash, R. Balakrishnan, J. Crotty *et al.*, *A progressive program for economic recovery and financial reconstruction*, Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI), New School's Schwartz Center for Economic Policy Analysis (SCEPA), 2009; y J. Crotty y G. Epstein, *Proposals for Effectively Regulating the US Financial System to Avoid Yet Another Meltdown*, Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI), Documento de Trabajo, Amherst, University of Massachusetts, 2008.

China como Corea obligaban a bancos e instituciones financieras a pedir aprobación de reguladores para lanzar algún producto al mercado. También se ha propuesto la creación de una Comisión de Seguridad de Productos Financieros.⁴⁸

Regulación de las agencias calificadoras de riesgo y creación de una calificadora de riesgo pública. Las titularizaciones hipotecarias requieren por normativa la evaluación de las agencias calificadoras de riesgo, encargadas de informar la calidad de los títulos emitidos y respaldados por activos hipotecarios. Con base en diversas variables, estas agencias analizan la probabilidad de que los inversores reciban el pago de capital e intereses en tiempo y forma.⁴⁹ Estas agencias contribuyeron en gran medida a la expansión de la burbuja financiera de 2007, a partir de la información de pronósticos “optimistas” del futuro. En principio, los incentivos de mercado deberían fomentar que estas instituciones realicen una valoración lo más precisa posible, debido a que el único producto que tienen para ofrecer es su credibilidad. Siguiendo esta lógica, la competencia de mercado premiaría a las firmas que provean la mejor información. Sin embargo, las calificadoras de riesgo muestran una fuerte tendencia a realizar calificaciones favorables, dado que están contratadas por las mismas compañías que evalúan. Lo que hace a un activo titularizado más valioso en el mercado respecto del paquete de préstamos subyacente es que los riesgos asociados con esos préstamos han sido reconfigurados, re-empaquetados y clarificados para los participantes del mercado. Sin una calificación favorable, los activos titularizados simplemente no son comercializables en el mercado; con una calificación positiva, las oportunidades de ganar honorarios emergen en todos los puntos de la cadena de titularización, sin importar lo que pase posteriormente con el activo subyacente. Así, las compañías elegirán a las agencias más proclives a otorgar calificaciones favorables; al mismo tiempo, estas calificaciones refuerzan la habilidad de la compañía para vender sus instrumentos financieros.

Por otra parte, han surgido fuertes críticas en torno a la metodología empleada por las agencias, que suelen recurrir a modelos econométricos u otros ejercicios estadísticos –como el *Value at Risk*– que resultan problemáticos para calcular adecuadamente el conjunto de riesgos de los activos a valorar.

⁴⁸ The Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on reforms of the international monetary and financial system, “Recommendations on reforms of the international monetary and financial system”, 2009 [www.un.org/ga/president/63/commission/financial_commission.shtml], fecha de consulta: 1 de septiembre de 2009; M. Ash, R. Balakrishnan, J. Crotty *et al.*, *A progressive program for economic recovery...*, *op. cit.*; J. Crotty y G. Epstein, *Proposals for Effectively Regulating...*, *op. cit.*

⁴⁹ Alejandro Banzas y Lorena Fernández, “Titulización hipotecaria. El instrumento. Reseña de experiencias. Enseñanzas y desafíos post-crisis para su uso en la argentina”, *op. cit.*

Del mismo modo, a partir del crecimiento y complejización de los gigantes conglomerados financieros, ni los reguladores internos ni los externos pueden evaluar acertadamente el riesgo.

Ante esta situación, dos alternativas factibles son la regulación de las agencias o la creación de una calificadora de riesgo pública. En un contexto en el que la provisión de una calificación de riesgo apropiada se ha vuelto un desafío, la agencia pública podría concluir que algún instrumento es demasiado complejo para recibir una calificación apropiada. A partir de esta información, los agentes de los mercados financieros podrían decidir si apuestan a comprar ese instrumento “no calificable”. Adicionalmente, como es probable que las evaluaciones de riesgo se vuelvan más precavidas ante un sistema público, el entusiasmo del mercado por las innovaciones financieras podría debilitarse.⁵⁰

b) Impuesto a transacciones y requisitos de capitales

Impuesto sobre el comercio de activos financieros. Esta propuesta es similar a la realizada por Tobin,⁵¹ aunque contempla la posibilidad de aplicación a escala nacional. La implementación de este impuesto incrementaría el costo del comercio de activos financieros a corto plazo, desincentivando la especulación. Las características técnicas de un impuesto a las transacciones son muy simples. Para las acciones, el vendedor podría cargar, por ejemplo, 0.5% sobre el precio de venta; para bonos, en tanto, el impuesto podría ser proporcional a su duración, a una tasa de 0.01% por año –la tasa de venta de un bono a 30 años sería del 0.3%, mientras que uno a 50 años sería de 0.5%. El impuesto podría ajustarse en una base comparable para los instrumentos financieros derivados, como las opciones, los futuros y los canjes de deuda. Los corredores de bolsa serían los responsables de recaudar el impuesto en el momento de la venta. Otra ventaja es que podría ser una fuente de ingresos fiscales.⁵²

Requisitos de capitales contra-cíclicos. Esta propuesta es similar a la realizada por Palley,⁵³ aunque contempla específicamente los requisitos de capitales

⁵⁰ Robert Pollin, “Tools for a new economy”, *Boston Review*, 2009 [http://bostonreview.net], fecha de consulta: 20 de septiembre de 2009; The Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on reforms of the international monetary and financial system, “Recommendations on reforms of the international...”, *op. cit.*; J. Crotty y G. Epstein, *Proposals for Effectively Regulating the US Financial...*, *op. cit.*

⁵¹ James Tobin, “A Proposal for International Monetary Reform”, *op. cit.*

⁵² J. Crotty y G. Epstein, *Proposals for Effectively Regulating...*, *op. cit.*; Robert Pollin, “Tools for a new economy”, *op. cit.*

⁵³ T. Palley, *Rethinking the Economics of Capital Mobility and Capital Controls*, *op. cit.*

contra-cíclicos con el objetivo de asegurar el control de la tasa de crecimiento de los activos financieros.⁵⁴

*Sistema de control del riesgo global.*⁵⁵ Otro grupo de propuestas han sugerido la protección contra el riesgo sistémico requiriendo a los bancos la compra de un seguro de capital obligatorio. Así, en lugar de mantener capital adicional en todos los puntos del tiempo con el objetivo de protegerse contra *shocks*—en los cuales un porcentaje de capital adicional sería un amortiguador insuficiente—, se recomienda que los bancos vendan “bonos catástrofe”. Esto le daría una gran protección al sistema bancario en momentos de urgencia.⁵⁶

Mecanismo de ajuste de déficit/superávit de cuenta corriente. Otra propuesta es establecer un proceso automático que genere un incentivo de ajuste a los países superavitarios. Por ejemplo, un país que tenga un superávit de cuenta corriente de más de 3% del PBI durante tres años, debería transferir una cantidad de recursos adicionales a un determinado fondo al final de cada año, en el cual el superávit persiste. Alternativamente, se podría imponer un impuesto sobre las reservas de divisas cuando las mismas tengan una tendencia creciente durante tres años consecutivos y superen el 3% del PBI. En realidad, nada puede prevenir que los países mantengan superávits externos persistentes y elevados, pero este impuesto implicaría que esta decisión tenga un costo adicional, incrementando la presión sobre el gobierno para adoptar políticas de ajuste.⁵⁷

Derechos especiales de giro convertibles (Special Drawing Rights, SDR). La nueva propuesta plantea la introducción de SDR que podrían ser usados no sólo en transferencias con el FMI sino entre los distintos gobiernos. La idea general fue planteada por Zhou Xiaochuan, presidente del Banco Central de China, en abril de 2009. Sin embargo, para que los SDR sean una unidad atractiva de reservas para los Bancos Centrales, debería existir un mercado desarrollado y suficientemente líquido. Los Bancos Centrales usan sus reservas para estabilizar las transacciones internacionales y para intervenir en los mercados de divisas. Estas instituciones necesitan vender y comprar reservas sin afectar el funcionamiento de los mercados; a su vez, esto requiere que el mercado en el cual se comercializan las reservas esté desarrollado. Esta liquidez no surge

⁵⁴ M. Ash, R. Balakrishnan, J. Crotty *et al.*, *A progressive program for economic...*, *op. cit.*; J. Crotty y G. Epstein, *Proposals for Effectively Regulating the US Financial...*, *op. cit.*

⁵⁵ A Global Systemic Risk Facility.

⁵⁶ Barry Eichengreen, *Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture*, Documento de Trabajo, Fondo Monetario Internacional, 2009.

⁵⁷ *Idem.*

espontáneamente, sino que requeriría una masa crítica de SDR emitidos, no sólo por parte del FMI sino de otras entidades, como gobiernos, bancos y firmas no financieras, junto con una masa crítica de intercambio. En suma, requiere la comercialización amplia de los SDR.⁵⁸

Para ser atractivo como el dólar o los bonos del Tesoro de Estados Unidos, los SDR tendrían que ofrecer una liquidez y retorno comparables. Para lograr este objetivo, alguna institución debería actuar como “creador de mercado” y subsidiar la operación en el mercado hasta que adquiriera escala y liquidez. Esa institución podría ser el FMI, organismo que debería estar preparado para comprar y vender SDR a *spreads* comparables a los del Tesoro y las agencias. También debería estar disponible para convertir sus pasivos de SDR en cualquier moneda a esos niveles de *spreads*. En resumen, para transformar los SDR en una verdadera moneda internacional se requeriría que el FMI funcione como un banco central global y un prestamista de última instancia, estando preparado para emitir SDR adicionales.

Nuevo sistema de reservas global. Un nuevo sistema de reservas global –que puede ser considerado como un SDR expandido, con emisiones ajustadas cíclicas o regulares calibradas con el tamaño de las reservas acumuladas– puede contribuir a la estabilidad y equidad global. Este nuevo sistema podría mitigar las dificultades causadas por las medidas de ajuste asimétricas entre países deficitarios y superavitarios.⁵⁹

c) Reforma del gobierno de las instituciones financieras internacionales

Existe un consenso internacional creciente en la necesidad de reformar la estructura de gobierno de las instituciones de Bretton Woods y otras que desempeñan un papel central en el sistema financiero mundial, como el Bank for International Settlements (BIS) y el Foro de Estabilidad Financiera.⁶⁰

Creación de una Organización Financiera Mundial. Otra alternativa sería la creación de una Organización Financiera Mundial análoga a la ya existente

⁵⁸ *Idem.*

⁵⁹ Jan Kregel, “Some simple observations on the reform of the international monetary system”, Economics Policy Note Archive, The Levy Economics Institute of Bard College, 2009.

⁶⁰ The Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on reforms of the international monetary and financial system, “Recommendations on reforms...”, *op. cit.*

Organización Mundial de Comercio (OMC). Así como la OMC establece principios para la política comercial –no discriminación, reciprocidad, transparencia, etcétera–, la Organización Financiera Mundial podría establecer principios para la regulación prudencial –requisitos de liquidez y de capital, adecuación de sistemas de medición de riesgo y controles internos, y otros– sin necesidad de prescribir la estructura de la regulación en detalle.

La Organización Financiera Mundial definiría obligaciones para sus miembros, quienes deberán cumplir con los estándares internacionales de supervisión y regulación de sus mercados e instituciones financieras. La membresía sería obligatoria para todos los países que busquen libertad de acceso a los mercados financieros externos para sus instituciones financieras locales. La Organización Financiera Mundial designaría un panel de expertos para determinar si los países están en conformidad con estas obligaciones y autorizarían la imposición de sanciones en caso de ser necesario. Los otros países miembros podrían tener derecho a restringir la posibilidad de que los bancos y otras instituciones financieras del país implicado hagan negocios en su mercado local.⁶¹

*Creación de un mecanismo para manejar las reestructuraciones de deuda soberana y disputas de inversión transnacionales y de un fideicomiso de insolvencia multilateral para bancos internacionales.*⁶² La crisis actual ha desencadenado un número creciente de quiebras bancarias y su número probablemente se incrementa. Una cantidad no despreciable de países puede enfrentar dificultades para cumplir con sus compromisos de deuda; asimismo, la reestructuración de la deuda se vuelve más difícil debido a un incremento en los acreedores no representados en el Club de París. En ausencia de un mecanismo formal para tratar con el impacto de las quiebras bancarias y la insolvencia a través de las fronteras, el efecto se transmite a toda la economía. Existe una necesidad urgente, pues, de desarrollar un mecanismo general de reestructuración de la deuda, así como un marco mejorado para manejar las quiebras bancarias. Una forma a partir de la cual esto puede llevarse a cabo es a partir de la conformación de una estructura independiente, como la Corte Internacional de Quiebras.⁶³ Otra propuesta es la creación de un fideicomiso de insolvencia multilateral para bancos internacionales, con el objetivo de lidiar con la insolvencia de bancos y otras instituciones financieras que realizan sus

⁶¹ Barry Eichengreen, *Out of the Box Thoughts about the International ...*, op. cit.

⁶² Multilateral Insolvency Trust.

⁶³ International Bankruptcy Court.

actividades en múltiples países. En la actualidad, este tipo de dificultades es manejada a escala nacional.⁶⁴

Creación de un Consejo Económico de Coordinación Global. Otra propuesta es la creación de un foro representativo global para considerar áreas de importancia en el funcionamiento del sistema económico internacional desde una perspectiva amplia. En un nivel equivalente a la Asamblea General y el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas, ese consejo debería reunirse anualmente a nivel de autoridades gubernamentales para evaluar el desarrollo y proveer un liderazgo en temas económicos, sociales y ecológicos.⁶⁵

Mayor control de instituciones reguladoras. Si bien las regulaciones inadecuadas han tenido un papel central en la crisis, en muchos casos regulaciones adecuadas no han sido aplicadas de manera efectiva. Esto subraya la necesidad de cambios en la estructura regulatoria, incluyendo reformas que hagan que la posibilidad de cooptación del ente regulador sea menos probable.

d) Otras propuestas

Existen otras propuestas como la creación de nuevas líneas de crédito para los países en vías de desarrollo,⁶⁶ el restablecimiento de las restricciones Glass-Steagall⁶⁷ y la transformación de los incentivos “perversos” de las firmas que inducen a tomar riesgos excesivos,⁶⁸ entre muchos otros.

⁶⁴ The Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on reforms of the international monetary and financial system, “Recommendations on reforms...”, *op. cit.*; Barry Eichengreen, *Out of the Box Thoughts about the International...*, *op. cit.*

⁶⁵ The Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on reforms of the international monetary and financial system, “Recommendations on reforms...”, *op. cit.*

⁶⁶ *Idem.*

⁶⁷ El sistema bancario de Estados Unidos estuvo regulado, de 1933 a 1980, por la ley Glass-Steagall, que establecía fuertes restricciones a la actividad bancaria y la separación entre la banca comercial y la de inversión y otras actividades financieras (seguros, etcétera). Véase Barry Eichengreen, *Out of the Box Thoughts about the International...*, *op. cit.*

⁶⁸ Véase M. Ash, R. Balakrishnan, J. Crotty *et al.*, *A progressive program for economic recovery...*, *op. cit.*; y J. Crotty y G. Epstein, *Proposals for Effectively Regulating...*, *op. cit.*

REFLEXIONES FINALES

A mediados de la década de 1970, el orden económico surgido de Bretton Woods en la posguerra llegó a su fin. En el nuevo esquema, la dinámica de los mercados financieros respondería a la liberalización de los flujos de capital a escala internacional y la desregulación de las tasas de interés y los tipos de cambio. Los fundamentos para realizar tal reforma se encuentran en los trabajos de McKinnon y Shaw,⁶⁹ quienes plantean que la intervención pública en el sistema financiero genera efectos distorsivos y que las tasas de interés subsidiadas tienen impactos restrictivos sobre el ahorro y generan ineficiencias en la asignación del capital disponible, impactando negativamente sobre el proceso de acumulación.

Sin embargo, los resultados empíricos de la liberalización financiera no han sido los que sus promotores predecían. La última crisis es una muestra más de los problemas y debilidades recurrentes del sistema financiero internacional. En este sentido, la crisis se presenta como una oportunidad para repensar las herramientas e instrumentos de política, así como un marco regulatorio integrado y global.

Existe una amplia gama de propuestas alternativas, instrumentos y políticas a aplicar. En este trabajo se ha relevado una muestra representativa de dichas políticas y propuestas. A escala supranacional, las propuestas de una Autoridad Financiera Mundial y la Autoridad Internacional de Compensación representan alternativas globales de reestructuración de la estructura financiera internacional. A escala internacional, la propuesta de la tasa Tobin sugiere un mecanismo para reducir los flujos de capitales especulativos de corto plazo, mientras que a escala nacional se propusieron los controles de capitales y los encajes por tipos de activos.

Desde el estallido de la crisis actual han surgido diversas propuestas de autores cercanos a la ortodoxia económica; sin embargo, éstas tienen muchos elementos de las propuestas heterodoxas presentadas en la primera parte de este trabajo. Específicamente, se tomaron de las propuestas heterodoxas precrisis las ideas de un impuesto a las transacciones financieras, los controles a los movimientos de capitales, la necesidad de un sistema global de control de riesgos, mecanismos de ajuste a los desbalances de la cuenta corriente, la necesidad de una autoridad financiera mundial y de una unidad monetaria internacional de compensación. El objetivo de estas propuestas pos crisis es la misma que la de las propuestas heterodoxas que las antecedieron: alcanzar

⁶⁹ Ronald McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, *op. cit.*; Edward Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, *op. cit.*

un mayor grado de estabilidad en los mercados financieros nacionales e internacionales. En este sentido, las propuestas heterodoxas aquí presentadas anticiparon los problemas que, a largo plazo, presentaría un sistema liberalizado y desregularizado mientras que la ortodoxia ha admitido la necesidad de algún tipo de regulación únicamente luego del desencadenamiento de la crisis.

Si bien algunas de estas propuestas –especialmente las que sugieren la creación de mecanismos supranacionales para controlar al sistema financiero– parecen de difícil implementación, señalan lo profundamente problemático de la estructura actual y lo difícil que es volver a colocar a las finanzas al servicio de la acumulación. En cuanto a la utilización de instrumentos y herramientas de política a escala nacional, si bien podrían tener efectos positivos a los fines de una mayor regulación de los recursos financieros, debería pensarse en un marco coherente y coordinado de regulación que potenciaría la eficacia de los mismos, especialmente en el largo plazo. En este sentido, las alternativas regionales aparecen como una opción viable. Concluimos que ninguna alternativa aislada es perfecta y todas tienen limitaciones; sin embargo, es posible pensar una combinación deseable de instrumentos y marcos regulatorios desde una idea clara sobre qué tipo de sistema financiero es más funcional al desarrollo. Por otro lado, resulta pertinente preguntarse si la presencia de un marco regulatorio construido con base en estas herramientas sería suficiente para atacar la inestabilidad estructural del sistema financiero.