

Crisis financiera internacional: contagio y respuestas regulatorias

La crisis financiera iniciada en Estados Unidos, derivada de un fuerte aumento en el incumplimiento y la desvalorización de los activos asociados a hipotecas de alto riesgo, renovó los cuestionamientos sobre la arquitectura del sistema financiero internacional. Luego de repasar los principales eventos de la crisis y las reacciones de los gobiernos y los grandes bancos, el artículo analiza las características del «sistema bancario global en las sombras» (*global shadow banking system*), donde se realizaron muchas de las operaciones que originaron la crisis. Luego, presenta los impactos en el mercado financiero brasileño a partir de las operaciones de derivados cambiarios para, finalmente, analizar los principales elementos de las propuestas de reforma de los sistemas financieros orientadas a evitar colapsos sistémicos en el futuro.

MARYSE FARHI / MARCOS ANTONIO MACEDO CINTRA

■ Introducción

La crisis financiera iniciada en Estados Unidos a mediados de 2007, derivada de un fuerte aumento en el incumplimiento y la desvalorización de los activos

Maryse Farhi: profesora del Instituto de Economía de la Universidad Estadual de Campinas (Unicamp) e investigadora del Centro de Coyuntura y Política Económica (Cecon/IE/Unicamp).
Marcos Antonio Macedo Cintra: subdirector de Estudios en Relaciones Económicas y Políticas Internacionales del Instituto de Investigación Económica Aplicada (Ipea).

Palabras claves: crisis financiera, bancos, innovaciones financieras, mercados de derivados extrabursátiles (mostrador), derivados cambiarios, Brasil.

Nota: este artículo se elaboró sobre la base de informaciones disponibles hasta el 23 de octubre de 2009. Traducción de Sara Daitch. La versión original de este artículo en portugués puede consultarse en <www.nuso.org>.

asociados a hipotecas de alto riesgo (*subprime*), renovó los cuestionamientos sobre la arquitectura del sistema financiero estadounidense e internacional, sus potenciales riesgos sistémicos y sus mecanismos de control y regulación. Los derivados de crédito y los productos estructurados vinculados a créditos inmobiliarios multiplicaron los daños y propagaron a una gran cantidad de agentes de todo el mundo los riesgos derivados de ellos. Las propias características de los mecanismos de transferencia de riesgos introdujeron nuevas incertidumbres. No se sabía si los riesgos se habían diluido en un gran número de pequeños especuladores o si se concentraban en algunas carteras, lo cual contribuyó a contraer el volumen de crédito (*credit crunch*) y a mantener en alza las tasas de interés para préstamos y, en algunas ocasiones, fue un factor clave para desencadenar el pánico entre los inversores, además de provocar el estancamiento de la liquidez en los mercados interbancarios.

Este artículo pretende discutir algunas características de las instituciones y los instrumentos financieros que generaron la crisis. El texto se organiza en cuatro secciones. La primera incluye una breve cronología de los principales acontecimientos de la crisis y un panorama de las respuestas de los gobiernos y los grandes bancos. En la segunda sección se analizan los principales elementos del sistema bancario global en las sombras o paralelo (*global shadow banking system*). En la tercera parte, se analizan los impactos de la crisis en el mercado financiero brasileño a partir de las operaciones de derivados cambiarios. Finalmente, en la cuarta sección se evalúan las propuestas de reforma a los sistemas financieros, en particular la propuesta presentada por EEUU.

■ El desarrollo de la crisis financiera

El mes de agosto de 2007 es considerado un «momento Minsky» (*Minsky moment*) por los inversores por el elevado riesgo que adquirieron instrumentos financieros complejos y opacos y, en consecuencia, por la fragilidad de las estructuras financieras montadas por bancos comerciales y de inversión y transferidas a inversores institucionales (fondos de pensión, fondos de inversión, *hedge funds*, *private-equity funds*, fondos soberanos, etc.) e instrumentos especiales de inversión (*special investments vehicles*, *siiv*). Desde aquel momento comenzaron a experimentarse diversos episodios agudos de crisis, con acentuadas repercusiones en los mercados interbancarios globales¹. Esto se reflejó en el comportamiento de la *TED spread* –la diferencia entre la tasa de

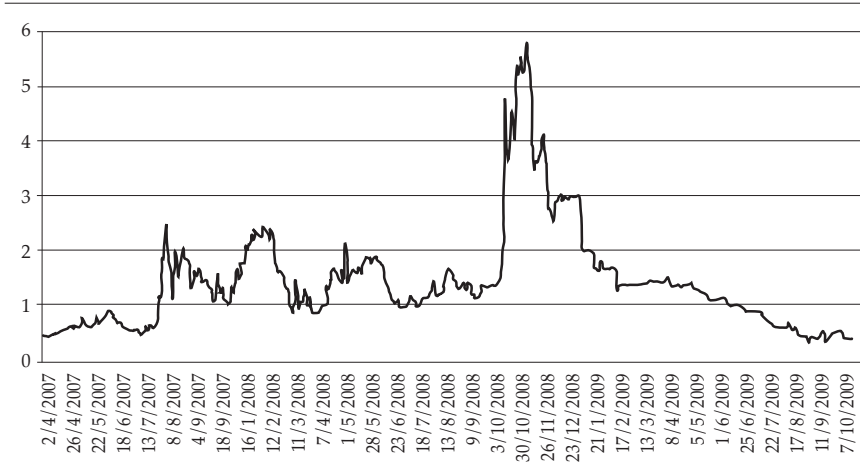
1. Para una cronología más detallada de los principales acontecimientos de la crisis, ver Bank for International Settlements (BIS): *79th Annual Report*, BIS, Basilea, junio de 2009.

interés de los títulos del Tesoro estadounidense de tres meses (en el mercado secundario) y la tasa Libor (*London Interbank Offered Rate*) para depósitos en eurodólares a tres meses—, referencia internacional para préstamos entre bancos (ver gráfico).

A mediados de junio de 2007, luego de que empezaran a circular rumores sobre pérdidas de dos *hedge funds* generados por el Bear Stearns, las agencias de calificación de riesgo comenzaron a rebajar la clasificación de títulos *RMBS* (*Residential-Mortgage-Backed Securities*) garantizados por hipotecas residenciales, y de los *CDO* (*Collateralized Debt Obligation*). En agosto de 2007, esa reclasificación llevó al *BNP-Paribas* a suspender los rescates y suscripciones a tres fondos de inversión. La Reserva Federal (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) realizaron vastas operaciones para mejorar la liquidez de los mercados. Además, se produjo en Alemania la intervención del Bundesbank sobre el banco *IKB* y la quiebra de la *American Home Mortgage Investment Corporation*. Entre fines de noviembre y comienzos de diciembre, diversos bancos estadounidenses y europeos anunciaron planes para incorporar en sus balances activos destinados a *STV*. Frente a las expectativas de pérdidas elevadas reveladas por los balances bancarios, los bancos centrales de *EEUU*, Inglaterra, Europa, Suiza, Canadá, Japón y Suecia se vieron forzados a coordinar una intervención conjunta. Este deterioro de las expectativas se prolongó durante

Gráfico

TED spread: premio de riesgo entre títulos estadounidenses de corto plazo y tasa Libor (en puntos porcentuales)



Fuente: Reserva Federal, <www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>.



enero de 2008, con la divulgación de nuevas pérdidas y la degradación de los *ratings* de las aseguradoras *monolines* (tales como Ambac, MBIA, Assured Guaranty, FSA), especializadas en proveer garantías para emisiones de bonos de estados y municipios norteamericanos.

En marzo de 2008 la quiebra del Bear Stearns, el quinto banco de inversiones más importante de EEUU, se evitó gracias a la intervención y la garantía para compra de us\$ 29.000 millones por parte de la Fed, con una gran desvalorización por parte del JP Morgan Chase (us\$ 10 por acción, mientras que un año antes la cotización había alcanzado los us\$ 170). A fines de diciembre de 2007, el Bear Stearns conservaba posiciones en los mercados de derivados por un valor nominal (el valor que los activos tendrían al vencimiento) de us\$ 13 billones². Mientras operaba como banco de inversión, el Bear Stearns no era supervisado por la Fed y ni siquiera tenía acceso a las operaciones de redescuento³.

A partir de julio de 2008 se produjo una pérdida de confianza en la Federal National Mortgage Association (apodada Fannie Mae) y la Federal Home Loan Mortgage Association (conocida como Freddie Mac), las dos grandes agencias casi públicas creadas con el propósito de proveer liquidez al mercado inmobiliario de EEUU⁴. Estas compañías privadas con acciones negociadas en la Bolsa de Valores, pero consideradas «patrocinadas por el gobierno» (*government sponsored enterprises, GSE*), podían financiarse a un costo bastante próximo al del Tesoro americano y operar con más apalancamiento que otras instituciones financieras, sustentando sus actividades con un patrimonio relativamente bajo⁵.

El gobierno de George W. Bush solicitó al Congreso la aprobación de un paquete de ayuda para esas dos instituciones, mediante préstamos y compra de acciones. A su vez, la Fed anunció en un comunicado que les concedería préstamos de corto plazo. Esta inédita acción se relacionaba con la magnitud de

2. Existen dos métodos de agregado de derivados. El primero es por el valor nominal, que equivale al valor del activo subyacente. El segundo es denominado «valores brutos de mercado» y corresponde al costo de sustitución de todos los contratos a precios actuales de mercado.

3. De acuerdo con la Sección 13 (3) de la Federal Reserve Act (1932), el Banco Central tiene poder para prestar a cualquier institución contra cualquier colateral, siempre que declare que eso es necesario, pues «circunstancias específicas así lo exigen».

4. Para mayor información sobre el sistema financiero inmobiliario americano, consultar Rafael F. Cagnin: «O Mercado Imobiliário e a Recuperação Econômica dos EUA após 2002», disertación de doctorado, IE/Unicamp, 2007.

5. Ernani T. Torres Filho y Gilberto R. Borça Jr.: «A Crise do Subprime Ainda não Acabou» en *Visão do Desenvolvimento* N° 50, BNDES, 2008.

los pasivos de esas compañías: la deuda total de Fannie Mae era de unos us\$ 800.000 millones, mientras que la de Freddie Mac alcanzaba los us\$ 740.000 millones. Además, las dos compañías cargaban o habían dado garantías a títulos hipotecarios por un valor de us\$ 4,6 billones, lo que representaba 38% de los créditos hipotecarios de EEUU y 32% de su PIB (estimado en us\$ 14,3 billones en junio de 2008). Para complicar aún más la situación, una parte significativa de esos títulos había sido adquirida por bancos centrales extranjeros. En junio de 2008, la deuda total de las agencias federales norteamericanas en poder de extranjeros sumaba us\$ 1,66 billones⁶.

La quiebra de Lehman Brothers, el 15 de septiembre de 2008, alteró la naturaleza de la crisis, que adquirió dimensiones sistémicas⁷, y condujo a la paralización de las operaciones interbancarias y a la propagación de la desconfianza entre los inversores de los sistemas financieros, lo que generó un pánico global en los mercados de acciones, cambio, derivados y crédito. La decisión de las autoridades estadounidenses de no impedir la quiebra de Lehman Brothers fue seguida por la compra de Merrill Lynch por parte del Bank of America, mientras que Goldman Sachs y Morgan Stanley obtuvieron autorización para transformarse en *holdings* financieros (*financial holding companies*), sujetos a las normas de Basilea y a la supervisión de la Fed y con acceso a las operaciones de redescuento. Inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers, la aseguradora American International Group Inc. (AIG) comenzó a recibir préstamos de la Fed, que sumaron un total de us\$ 182.500 millones, a cambio de acciones con derecho a voto. Allí se descubrió que AIG había vendido protección contra riesgo crediticio (*credit default swaps*, CDS) por un valor nominal de us\$ 2,7 billones⁸.

**La quiebra de Lehman
Brothers, el 15 de
septiembre de 2008, alteró
la naturaleza de la crisis ■**

Además de los bancos de inversión, de las CSE y de las aseguradoras, otras instituciones financieras no bancarias, como los *hedge funds* y fondos de inversión, también enfrentaron una verdadera «corrida bancaria» contra el sistema

6. De acuerdo con el Tesoro, los mayores acreedores de las deudas de las agencias estadounidenses eran China y Japón.

7. Según Luiz Carlos Barros, «cuando quebró el banco de inversiones Lehman Brothers, poseía us\$ 650.000 millones en compromisos, contra un capital de us\$ 20.000 millones». L.C.M. Barros: «Muito Pouco, Muito Tarde...» en *Folha de S. Paulo*, 19/9/2008, p. B2. V. tb. «Lehman's Demise Triggered Cash Crunch Around Globe» en *The Wall Street Journal*, 29/10/2008.

8. Esa posición se redujo a us\$ 1,5 billones en marzo de 2009. James Sterngold: «AIG's Shrinking Swaps Unit May Suffer More Losses (Update2)» en *Bloomberg*, 15/4/2009, <www.bloomberg.com/apps/news?pid=email_en&sid=ao30aE_ZsShQ>.

bancario global en las sombras (*global shadow banking system*), en las palabras de Paul McCulley⁹, o una «corrida bancaria contra los no bancos» según Paul Kedroski¹⁰. La Fed y el Tesoro norteamericano tuvieron que extender el acceso a las operaciones de redescuento a algunas de estas instituciones –aceptando títulos vinculados a créditos hipotecarios– y crear líneas de crédito para los *money market mutual funds*¹¹. El Banco de Inglaterra también adoptó medidas de este tipo a través de operaciones de *swaps*.

Los bancos universales también registraron daños progresivos. Las estimaciones de las pérdidas fueron incompletas y contradictorias¹². El incumplimiento comenzó diseminarse hacia otras formas de crédito al consumidor y, al mismo tiempo, alcanzó a deudores de créditos hipotecarios considerados de menor riesgo que los *subprime*. A medida que reconocían nuevas pérdidas, los grandes bancos muchas veces se vieron obligados a salir en busca de aportes de capital cada vez más costosos, principalmente de fondos soberanos, para reforzar sus cajas y volver a adaptarse a los acuerdos de Basilea. Además, la quiebra de Lehman Brothers dificultó la obtención de nuevo capital por parte de los bancos. En este marco, hubo una necesidad de inyectar grandes volúmenes de dinero público en los bancos y de otorgar garantías para emisiones de nuevas deudas. En la zona del euro, por ejemplo, los recursos públicos orientados a intentar restaurar la confianza del sistema financiero sumaron 2 billones de euros, el equivalente a 22,5% del PIB regional (ver tabla 1). Otros países, como Canadá, Corea del Sur, Dinamarca, Emiratos Árabes Unidos, Noruega, Suecia y Reino Unido, implementaron programas estimados en 898.200 millones (ver tabla 2).

9. Paul McCulley: «Teton Reflections» en *Global Central Bank Focus*, 8-9/2007, <www.pimco.com/LeftNav/Featured+Market+Commentary/FF/2007/GCBF+August+September+2007.htm>.

10. «The First Non-Bank Bank Run», 3/9/2007, <http://paul.kedrosky.com/archives/2007/09/03/the_first_nonba.html>.

11. Hasta el momento, los *hedge funds* y los fondos de pensión no tuvieron acceso a las operaciones de rescate. Las aseguradoras de vida fueron incluidas en el Troubled Asset Relief Program (TARP) a comienzos de abril de 2009. Scott Patterson, Deborah Solomon y Leslie Scism: «US to Offer Aid to Life Insurers» en *The Wall Street Journal*, 8/4/2009, <<http://online.wsj.com/article/SB123914741752198971.html>>.

12. Una de las dificultades residió en la forma de contabilizar las pérdidas. Para algunos, los bancos estaban maquillando balances, escondiendo perjuicios detrás de fórmulas matemáticas de estimación de activos más complejas y sin liquidez a precios de mercado. Para otros, los bancos no deberían marcar al mercado todas las pérdidas, pues no tendrían cómo absorberlas con el capital disponible. El 2 de abril de 2009, la Financial Accounting Standards Board (FASB) flexibilizó las normas de precificación de activos y pasivos a valores de mercado para las instituciones financieras (conocidas como FASB 157). Por la contabilidad del «valor justo», las demostraciones financieras debían efectuarse por los precios de mercado, excepto si las instituciones demostraban que algunos mercados estaban inactivos o enfrentando ventas desordenadas. Con la profundización de la crisis, las negociaciones con muchos títulos se interrumpieron o se realizaron a precios que no reflejaban sus valores. Esta flexibilización permitió que las instituciones ofrecieran estimaciones para esos títulos mediante modelos internos de precificación, siempre que los montos, los modelos y los parámetros utilizados fueran explicados en las notas explicativas de los balances contables.

Tabla 1

Zona euro: medidas para estimular los sistemas financieros

| | Inyección de capital | Garantía para emisiones de nuevas deudas | Otros* | Miles de millones de euros | % del PIB | Observaciones |
|------------------|----------------------|--|-----------|----------------------------|-------------|-------------------------------------|
| Alemania | 80 | 400 | - | 480 | 20,0 | |
| Austria | 15 | 85 | - | 100 | 37,0 | |
| Bélgica | 17,4 | - | - | 17,4 | 5,2 | Incluye Dexia, Ethias, Fortis y КBC |
| Chipre | 2 | - | - | 2 | 12,8 | |
| Eslovenia | - | 12 | 1 | 13 | 39,0 | |
| España | - | 200 | 50 | 250 | 23,8 | |
| Finlandia | 4 | 50 | - | 54 | 30,1 | |
| Francia | 24 | 320 | - | 344 | 18,0 | Incluye Dexia |
| Grecia | 5 | 15 | 8 | 28 | 12,3 | |
| Holanda | 36,8 | 200 | - | 236,8 | 41,6 | Incluye Fortis |
| Irlanda | 10 | 400 | - | 410 | 215,1 | |
| Italia | 12 | - | 40 | 52 | 3,4 | |
| Luxemburgo | 2,9 | - | - | 2,9 | 8,0 | |
| Portugal | 4 | 20 | - | 24 | 14,7 | |
| Zona euro | 213 | 1.702 | 99 | 2.014 | 22,5 | |

* Incluye compra de activos; excluye garantía para depósitos bancarios.

Fuente: BNP Paribas: *Market Economics/Credit Strategy/Interest Rate Strategy*, 19/1/2009.

Los planes de EEUU para enfrentar la crisis de confianza en su sistema financiero alcanzaron los us\$ 13,7 billones e incluyeron el Programa de Alivio de Activos en Problemas (TARP, por sus siglas en inglés) (us\$ 700.000 millones, generado por el Tesoro, aprobado en octubre de 2008) y el Plan de Estabilización Financiera (*Financial Stability Plan*), divulgado en marzo de 2009 con cuidadosas estimaciones (*stress test*) de los balances patrimoniales de los bancos. Las instituciones con necesidades de capital tendrían acceso a un nuevo programa patrocinado por el Tesoro (*Financial Stability Trust*). Además, la Fed pondría a disposición us\$ 1 billón para estimular la recuperación del crédito al consumidor y us\$ 50.000 millones en fondos federales que se destinarían a ablandar la ejecución de las hipotecas residenciales y amortiguar el impacto de la crisis inmobiliaria (ver tabla 3).

■ **Las principales características del sistema bancario global en las sombras**

Los casos más agudos de fragilidad financiera registrados en esta crisis involucraron a instituciones que no tenían acceso a los seguros de depósitos

Tabla 2

Otros países: medidas para estimular los sistemas financieros

| | Inyección de capital | Garantía para emisiones de nuevas deudas | Otros* | Moneda local (miles de millones) | Miles de millones de euros | % del PIB | Observaciones |
|------------------------|----------------------|--|----------|----------------------------------|----------------------------|-----------|---|
| Arabia Saudita | us\$ 3 | - | - | us\$ 3 | 2,4 | 0,8 | |
| Australia | - | - | 8 | 8 | 4 | 0,7 | |
| Canadá | - | 218 | 75 | 293 | 187,9 | 19,1 | |
| Qatar | us\$ 6 | - | - | \$ 6 | 4,7 | 8,8 | |
| Corea del Sur | - | us\$ 100 | us\$ 8,1 | us\$ 108,1 | 85,8 | 11,1 | |
| Dinamarca | 100 | - | - | 100 | 13,4 | 5,9 | Más pérdidas superiores a 35.000 millones de DKK en pasivos bancarios |
| Emiratos Árabes Unidos | us\$ 19 | - | - | us\$ 19 | 14,7 | 9,6 | |
| Hungría | us\$ 1,5 | us\$ 1,5 | - | us\$ 3,1 | 2,3 | 2,2 | |
| Noruega | - | - | 350 | 350 | 41 | 15,4 | |
| Reino Unido | 50 | 250 | 50 | 350 | 385 | 25,0 | Excluye <i>Special Liquidity Scheme</i> (£ 200.000 millones) |
| Suecia | 15 | 1.500 | - | 1.515 | 153 | 49,3 | |
| Suiza | 6 | - | - | 6 | 4 | 1,0 | Excluye capitalización del UBS |
| Total | - | - | - | - | 898,2 | - | |

* Incluye compra de activos; excluye garantía para depósitos bancarios.

Fuente: BNP Paribas: ob. cit.

o a las operaciones de redescuento de las autoridades monetarias debido a las normas existentes antes del estallido. Esta característica es propia de lo que se denomina «sistema bancario global en las sombras» (*global shadow banking system*). Este término fue utilizado por primera vez por Paul McCulley¹³, director ejecutivo de Pimco, la mayor gestora de recursos del mundo. Es necesario resaltar que, como ya se señaló, entre las medidas adoptadas

13. «Comments on Housing and the Monetary Transmission Mechanism», 1/9/2007, <www.econbrowser.com/archives/2007/09/comments_on_hou.html>.

Tabla 3

Planes de rescate de EEUU, marzo de 2009 (en us\$)

| | Destinado | Aplicado |
|--|----------------------|---------------------|
| Federal Reserve | 6,2 billones | 1,6 billones |
| Federal Deposit Insurance Corp. (FDIC) | 2,0 billones | 554.800 millones |
| Treasury Department | 5,2 billones | 1,5 billones |
| Federal Housing Administration (FHA) | 300.000 millones | 300.000 millones |
| Total | 13,7 billones | 3,9 billones |

Fuente: Bloomberg, <www.bloomberg.com/apps/data?pid=avimage&iid=i0YrUuvkygWs> y otros.

por la Fed y otros bancos centrales luego del inicio de la crisis, se encuentra la apertura del acceso a operaciones de redescuento (con aceptación de títulos vinculados a créditos hipotecarios y otros) para diversas instituciones, como bancos de inversión y GSE. Pero esas medidas se revelaron insuficientes para contener el «derrumbe relativo» del sistema en las sombras: para sobrevivir, estas entidades vendieron ansiosamente los activos para los cuales todavía había mercado y provocaron así una fuerte desvalorización de sus precios.

Este sistema se desarrolló en las últimas décadas con el telón de fondo de las complejas relaciones entre instituciones financieras en los opacos mercados extrabursátiles (mostrador). Desde fines de la década de 1980, esos mercados fueron ampliamente utilizados para negociar derivados financieros mediante los cuales las instituciones financieras podían tanto buscar cobertura para sus riesgos cambiarios, de intereses y de precios de mercado de otros activos, como especular sobre la tendencia de esos precios o efectuar operaciones de arbitraje. Mientras se restringían a las negociaciones de esos activos, las relaciones entre el sistema bancario y el *global shadow banking system* se limitaban a los créditos que el primero le concedía al segundo, por lo que las operaciones entre ambos eran muy frecuentes.

Pero cuando estos mercados extrabursátiles (mostrador) comenzaron a negociar derivados de crédito y títulos provenientes de la securitización de los créditos concedidos por los bancos comerciales, combinados con algún tipo de derivados que reciben el nombre genérico de «productos estructurados», el sistema bancario y el *global shadow banking system* se interpenetraron de un modo casi inextricable. Con el objetivo de apalancar sus operaciones sin tener que reservar los coeficientes de capital requeridos por los acuerdos de

Basilea¹⁴, los bancos buscaron diversas maneras de retirar los riesgos de sus balances. Lo hicieron de varias formas: adquiriendo protección contra riesgos de crédito en mercados de derivados, securitizando créditos con rendimientos vinculados a reembolsos adeudados por tomadores de préstamos, y creando diversos vehículos especiales de inversión (*siv*), *conduits* o *siv-lites*. Pero únicamente pudieron transferir estos riesgos porque otros agentes se dispusieron a asumirlos; es decir, asumieron riesgos contra un retorno que en aquel momento parecía elevado.

Así, en los mercados de derivados extrabursátiles (mostrador) y, sobre todo, en los de derivados de crédito, los bancos y las instituciones del *global shadow banking system* se transformaron en contrapartes. Los productos negociados en el mercado de extrabursátiles (mostrador) no tienen cotización oficial. Los precios se acuerdan libremente entre las partes y no son transparentes en la medida en que no son públicos. Esta falta de transparencia en los precios de los mercados de mostrador, especialmente en los que presentan baja liquidez o tienen complejos y sofisticados montajes, puede impedir o dificultar su evaluación durante el periodo en el cual la posición se mantiene.

La práctica contable de ajuste al mercado (*mark-to-market*) adoptada por recomendación de los organismos internacionales de control y reglamentación puede no constituir una clara referencia y ser solo aproximativa en lo que se refiere a derivados extrabursátiles, incluyendo consultas a otros intermediarios o cálculos según modelos matemáticos complejos. A fines de 2006, el Financial Accounting Standards Board, comité que reglamenta las informaciones contables de las instituciones financieras estadounidenses, introdujo una nueva clasificación para los activos financieros con el fin de verificar sus precios. El nivel 1 comprendía los activos con precios conformados en mercados líquidos; el nivel 2, los activos con precios dependientes de modelos con *inputs* basados en precios de activos negociados en mercados; el nivel 3, activos de mercados menos líquidos y con precios que solo podían obtenerse utilizando modelos matemáticos. En el nivel 2 se encontraban buena parte de los derivados extrabursátiles, mientras que aquellos vinculados a hipotecas u otros tipos de crédito e inversiones en *private equity* se situaban en el 3.

14. Marcos A. M. Cintra y Daniela M. Prates: «Basel II in Question: The Unfolding of the us Real Estate Crisis», trabajo presentado en el *Workshop on Financial Liberalization and Global Governance*, Río de Janeiro, Instituto de Economía de la Universidad Federal de Río de Janeiro, patrocinado por IBase y la Fundación Ford, 8 y 9 de mayo de 2008; Jean Freitas: «Estabilidade Financeira em Países em Desenvolvimento e Acordos de Basileia», disertación de doctorado, IE/Unicamp, Campinas, 2008.

Esas normas contables, que debían garantizar la estabilidad y la transparencia del sistema, contribuyeron a aumentar su volatilidad y opacidad, provocando una crisis de liquidez a la que siguió una crisis de confianza. Los «productos estructurados» y los derivados de crédito que permitieron obtener ganancias récords se transformaron, retomando la expresión de Warren Buffett, en «armas de destrucción masiva»¹⁵. Apareció así el riesgo sistémico de un desmoronamiento del sistema bancario como un todo. En efecto, los activos de nivel 1 solo representaban alrededor de 9% de los activos de instituciones financieras norteamericanas, mientras que el resto se ubicaba en los niveles 2 y 3. Es difícil negar que esas instituciones financieras poseían excesos de activos poco líquidos, que la crisis financiera se encargó de llevar a niveles próximos a cero. El mismísimo Buffett declaró a la revista *Fortune* que esas instituciones «están marcando el modelo (*mark-to-model*) en vez de marcar el mercado (*mark-to-market*). El reciente desmoronamiento de los mercados de deuda transformó este proceso en una marcación al mito».

Los «productos estructurados» y los derivados de crédito que permitieron obtener ganancias récords se transformaron, retomando la expresión de Warren Buffett, en «armas de destrucción masiva» ■

En los mercados organizados en bolsas de valores, la transferencia de ganancias y pérdidas se organiza y está garantizada por las cámaras de compensación. La inexistencia de esas cámaras de compensación en los mercados extrabursátiles (de mostrador) pone en evidencia un elevado riesgo de incumplimiento por parte de la contraparte perdedora. De esa manera, aumentan los riesgos potenciales de los derivados extrabursátiles en relación con los que son negociados en mercados organizados. Con la introducción de los derivados de crédito y su acentuada expansión, se ampliaron fuertemente los riesgos agregados presentes en los mercados extrabursátiles (mostrador). Utilizando los ya existentes mecanismos de *swaps*, los derivados de crédito permitieron que los bancos retiraran riesgos de sus balances, al mismo tiempo que las instituciones financieras del *global shadow banking system* contaron con nuevas formas de asumir la exposición a los riesgos y rendimientos del mercado de crédito. Los más utilizados son los *swaps* de

15. Simon English: «Apocalypse is Nigh, Buffett Tells Berkshire Faithful» en *The Daily Telegraph*, 3/3/2003.

incumplimiento de crédito (CDS), que transfieren el riesgo de crédito entre el agente que adquiere protección y la contraparte que vende protección. A través de ese mecanismo, el poseedor de una cartera de crédito compra protección (paga una prima) al vendedor de la protección. A cambio, este último asume durante un plazo determinado el compromiso de pagar las sumas combinadas en los casos especificados por el contrato, que van desde incumplimiento o quiebra hasta reducción de la clasificación de crédito u otros eventos que puedan causar una caída en el valor de la cartera. El riesgo de la contraparte se acentúa más en los derivados de crédito, porque los riesgos de las operaciones alcanzan a lo principal de las posiciones, al contrario de los otros derivados, donde los riesgos de las operaciones se sitúan al margen. En síntesis, las instituciones del *global shadow banking system* asumieron sobre todo la posición vendida en esos derivados por no ser «originadoras» de crédito, y reproduciendo «sintéticamente» la exposición al crédito y sus rendimientos.

Los mercados de derivados extrabursátiles son extremadamente opacos, no solo en lo que respecta al nivel de precios de las operaciones sino en relación con el volumen y los riesgos de las posiciones asumidas por los participantes ■

sobre todo la posición vendida en esos derivados por no ser «originadoras» de crédito, y reproduciendo «sintéticamente» la exposición al crédito y sus rendimientos.

Los mercados de derivados extrabursátiles son extremadamente opacos, no solo en lo que respecta al nivel de precios de las operaciones sino en relación con el volumen y los riesgos de las posiciones asumidas por los participantes. Su carácter de ins-

trumento virtual, que refleja mediante diversos mecanismos los riesgos y retornos de un activo financiero, permite que, a través de actividades de especulación y arbitraje, esos mismos riesgos y retornos se repliquen innumerables veces. Como la negociación de estos derivados termina formando una intrincada telaraña de créditos y débitos entre las instituciones financieras, los momentos de volatilidad de las cotizaciones derivan en un aumento repentino de la percepción de los riesgos de créditos complementarios, en un monto consolidado y en una distribución desconocidos. En esas ocasiones, la fuerte oscilación de precios provenientes de la lucha desenfrenada por el desapalancamiento y, sobre todo, por la suba de los precios de los CDS, reflejó una acentuada reprecificación de los riesgos y derivó en enormes daños a las instituciones que vendieron protección contra riesgos de crédito.

■ La transmisión de la crisis a la economía brasileña

Los activos y las monedas de las economías emergentes, independientemente de su inserción financiera internacional, se transformaron en blancos importantes del desapalancamiento global y de la «fuga a la calidad» promovida por los inversores después de la quiebra de Lehman Brothers¹⁶. La contracción de los flujos internacionales de capitales externos, la salida de inversores globales y el deterioro del comercio exterior fueron señalados como los principales canales de transmisión de la crisis internacional hacia las economías de los países en desarrollo. Pero la desvalorización cambiaria obligó a algunas de las grandes empresas brasileñas –y de otras economías emergentes como China, India, Corea del Sur, Colombia y México– a divulgar enormes pérdidas financieras en operaciones con derivados de cambio. Las noticias se referían a complejos contratos en los cuales esas empresas habían asumido una posición tomada en dólares americanos contra sus monedas nacionales.

En un ambiente de aversión a los riesgos, esos anuncios exacerbaron las incertidumbres sobre la solvencia de las grandes empresas industriales y de los bancos con los cuales esas operaciones de derivados se habían realizado y/o con quienes les habían concedido crédito. En algunos países, esos acontecimientos constituyeron un nuevo «momento Minsky». Es decir, el surgimiento de una crisis de confianza similar a la de las economías desarrolladas y que ejercía presiones complementarias sobre las tasas de cambio y reducía la disposición de las instituciones financieras a conceder crédito.

La gran mayoría de las operaciones se realizó en el opaco mercado de extrabursátiles (mostrador). Esto hizo que incluso un año después de la divulgación inicial continuaran cubiertas de misterio. Una parte de esos contratos se firmó en el mercado de extrabursátiles (mostrador) *offshore* (donde se negocian los *non deliverable forwards*, NDF)¹⁷, de forma que no era posible estimar su tamaño y extensión. La otra parte de las operaciones se efectuó en los mercados nacionales. En el caso brasileño, y a pesar de que el mercado de de-

16. M.A.M. Cintra y D.M. Prates: «The Financing of Developing Countries in the Face of the Global Financial Crisis», trabajo presentado en el *Workshop on Financial Liberalization and Global Governance*, Instituto de Economía de la Universidad Federal de Río de Janeiro (UF RJ), patrocinado por IBase y la Fundación Ford, Río de Janeiro, 13 y 14 de noviembre de 2008.

17. Los *non deliverable forwards* (NDF) son conceptualmente similares a una operación de cambio a término en la cual las partes acuerdan un monto principal, una fecha y una tasa futura de cambio. Pero en los contratos NDF no existe transferencia física del principal en el vencimiento, y la liquidación financiera en la fecha del vencimiento se realiza en dólares estadounidenses o en otra divisa plenamente convertible. Por ser un mercado extrabursátil internacional, no sujeto a regulación, no es transparente y no existen informaciones oficiales actualizadas sobre los volúmenes negociados.

rivados es un poco más transparente, no permitió a la supervisión financiera (y menos aun al observador) identificar claramente a los agentes y determinar los riesgos involucrados¹⁸.

Aparentemente, las operaciones se realizaron durante el primer semestre de 2008. En aquel momento, la crisis financiera internacional había generado una fuerte devaluación de la moneda norteamericana y alzas en los precios de los *commodities*. Los activos y la tasa de cambio de muchas economías emergentes eran muy altas. Según las expectativas de los bancos internacionales, la crisis financiera terminaría impactando en la demanda de las empresas y de los consumidores de países desarrollados, llevando a una caída de precios en las materias primas y a un deterioro de las cuentas externas de las economías emergentes que resultaría en fuertes caídas en los precios de los activos y monedas, como se comprobó durante las crisis de 1990. En función de este diagnóstico, los bancos internacionales ampliaron sus operaciones con monedas y activos de esas economías al anticipar una valorización excesiva que no podría mantenerse en una coyuntura de crisis.

Se acumulaban señales de que el denominado «desacople» de las economías emergentes era un fenómeno de corta duración y que el deterioro de los países desarrollados terminaría por alcanzarlas ■

Evidentemente, ningún agente podía predecir que las autoridades americanas permitirían la quiebra de Lehman Brothers, como tampoco las consecuencias sistémicas de esta decisión. Pero se acumulaban señales de que el denominado «desacople» de las economías emergentes era un fenómeno de corta duración y que el deterioro de los países desarrollados terminaría por alcanzarlas. El objetivo de los bancos internacionales era poder vender grandes

volúmenes de activos y moneda de las economías emergentes. Para alcanzar ese objetivo, los bancos daban preferencia a operaciones de derivados que permitían apalancar fuertemente sus posiciones y que se realizaban en el mercado de extrabursátiles (mostrador). Esto ocurría porque, en un ambiente

18. La legislación brasileña establece la obligatoriedad de registrar las operaciones con derivados extrabursátiles en entidades autorizadas por el Banco Central de Brasil, en la Cámara de Custodia y Liquidación de Títulos Privados (Cetip) y en la Bolsa de Mercaderías & Futuros (BM&F). Mientras tanto, los registros en Cetip o en BM&F contemplan solo las posiciones y no revelan plazos de vencimiento, perfil de los participantes, etc. Los datos disponibles constituyen apenas un retrato de las posiciones diarias, dificultando su comparación con las otras fuentes internacionales que incluyen los plazos de las operaciones, su clasificación, las operaciones «transfronterizas» (*cross-border*) y, más recientemente, en el caso de los derivados de crédito, las posiciones en abierto.

poco transparente, se evitaba que otros agentes identificaran los movimientos y decidieran copiar las operaciones, por puro mimetismo, presionando los precios antes que se alcanzaran los volúmenes deseados. Pero necesitaban conseguir contrapartes dispuestas a asumir las posiciones opuestas. En el caso de Brasil, al igual que otras economías emergentes, la «escasez crónica de contrapartes para la demanda de *hedge* cambiario»¹⁹ se había mitigado por el largo periodo de apreciación cambiaria (2003-2008).

Los agentes que más sufrían los impactos de la valorización cambiaria –las grandes empresas exportadoras– fueron inicialmente los más atraídos a asumir el rol de contrapartes. Como esas empresas poseían flujos de ingreso en moneda extranjera, debían vender esas divisas con liquidación diferida, como forma de defenderse de una apreciación cambiaria adicional. Así, las grandes empresas exportadoras fueron las primeras que aceptaron realizar operaciones de derivados de cambio donde los bancos tendrían una abultada posición comprada con divisa convertible (generalmente dólares americanos) y vendida en monedas locales. A primera vista, las operaciones propuestas parecían clásicas transacciones de cobertura de riesgos (*hedge*). Pero un detalle significativo cambió radicalmente el carácter de esas operaciones transformándolas de *hedge* en especulativas²⁰: el volumen negociado constituía un múltiplo de los flujos de ingresos en moneda extranjera (valor de las exportaciones).

En un segundo momento, en el contexto de la suba del costo de captación de las empresas en el mercado de capitales internacional y nacional, algunos bancos comenzaron a ofrecer créditos en monedas locales vinculados a operaciones con derivados de cambio, en condiciones más favorables y para

19. Gustavo H.B. Franco: «O Desembarque da Crise no Brasil: 10 Ideias», Instituto Millenium, Río de Janeiro, 15/1/2009, disponible en <www.imil.org.br/artigos/o-desembarque-da-cri-se-no-brasil-10-ideias/>.

20. Es importante apuntar algunas diferencias entre los conceptos de *hedge* y de especulación en mercados financieros que utilizan ampliamente los derivados. Según M. Farhi, «las operaciones de cobertura de riesgos (*hedge*) consisten, esencialmente, en asumir, para un tiempo futuro, la posición opuesta a la que se tiene en el mercado de contado» (pp. 94-95). A su vez, la especulación puede verse como «las posiciones netas, compradas o vendidas, en un mercado de activos financieros (de contado o de derivados) sin cobertura por una posición opuesta en el mercado con otra temporalidad en el mismo activo, o en un activo efectivamente correlativo». A partir de la difusión de los mercados de derivados, abarcando una extensa gama de activos, «es el hecho de que las posiciones son mantenidas netas, sin cobertura de una posición opuesta en otra temporalidad y en el mismo activo o en un activo correlativo, lo que las caracteriza como especulativas. No es el hecho de ser el resultado de una expectativa concerniente a los precios, porque esta atraviesa todos los tipos de operaciones realizadas en los mercados financieros contemporáneos» (p. 104). M. Farhi: «Derivativos Financeiros: *Hedge*, Especulação e Arbitragem» en *Economia e Sociedade* N° 13, 12/1999.

empresas de menor envergadura y con poca o ninguna participación en el comercio internacional²¹. En el caso brasileño, los bancos extranjeros, seguidos rápidamente por los bancos privados nacionales, ofrecieron a las empresas recursos con doble indexación: tasas entre 50% y 75% de los intereses del Certificado de Depósito Interbancario (CDI) –referencia nacional para las tasas de interés– y variación cambiaria a partir de una cotización predeterminedada. En resumen, se puede considerar que la principal motivación de las grandes empresas que realizaron esas operaciones de derivados sin vincularlas a nuevos créditos fue, por un lado, la búsqueda de cobertura de riesgos y, por otro, de elevadas ganancias financieras. Para las otras empresas, fue un intento de reducir los costos financieros en un

Luego de la quiebra de Lehman Brothers el movimiento generalizado de «fuga hacia la calidad» y la virtual interrupción de las líneas de crédito externas resultaron en una abrupta desvalorización de las monedas de innumerables economías en desarrollo, entre ellas la brasileña ■

momento de fuerte expansión de la actividad económica interna. Pero evidentemente todas lo hicieron sin considerar los riesgos (y perjuicios) a los cuales estaban expuestas.

Como se sugirió, luego de la quiebra de Lehman Brothers el movimiento generalizado de «fuga hacia la calidad» de los inversores y la virtual interrupción de las líneas de crédito externas resultaron en una abrupta desvalorización de las monedas de innumerables eco-

nomías en desarrollo, entre ellas la brasileña. Entre el 1° de septiembre de 2008 y el 8 de octubre de 2008, el real perdió 45,5% de su valor, quizás el récord de las economías emergentes exceptuando Corea del Sur. La acentuada desvalorización reveló la existencia de los contratos de derivados y el reconocimiento de enormes daños. En algunos casos, fueron daños tan elevados que las empresas estaban imposibilitadas de cumplir sus compromisos con los bancos. Quedó claro entonces que tanto las empresas como los bancos habían subestimado los riesgos de esas operaciones que implicaban enfrentar inmensos perjuicios (para las empresas) y un elevado riesgo de contraparte (para los bancos).

21. M. Cristina Penido de Freitas: «Os Efeitos da Crise Global no Brasil: Aversão ao Risco e Preferência pela Liquidez no Mercado de Crédito» en *Estudos Avançados* vol. 23 N° 66, 2009, pp. 125-145.

Frente al intenso riesgo de contraparte, los bancos intentaron reestructurar esas operaciones de derivados y transformar las sumas adeudadas por las empresas en crédito (deuda). La falta de transparencia de esas reestructuraciones impidió hacerse una idea clara de los montos involucrados y, sobre todo, de sus mecanismos. En efecto, no se divulgó si la exposición de las empresas a los derivados de cambio fue cancelada y sustituida por una operación de crédito, o si se mantuvo y el crédito se concedió para cubrir los ajustes necesarios para la desvalorización cambiaria de aquel momento. La distinción era importante pues condicionó los resultados financieros de bancos y empresas en el periodo siguiente donde el grado de aversión a los riesgos se redujo y las monedas emergentes, en particular el real, fueron nuevamente apreciadas.

La misma falta de transparencia ocultó las identidades de las instituciones financieras relacionadas con esas operaciones y los montos de sus respectivas exposiciones. Las informaciones divulgadas por la prensa especializada revelaron aquellas instituciones de capital nacional cuya salud fue conmovida por las operaciones y que fueron obligadas a una reestructuración societaria. Se destaca, por ejemplo, la fusión entre Unibanco e Itaú, que parece haber sido el resultado de la escasez de liquidez en función de la desconfianza del mercado sobre el impacto en sus balances de esas operaciones. El Banco Votorantim también quedó afectado. En realidad, fue uno de los más expuestos según las pocas informaciones disponibles. El 12 de enero de 2009, el Banco Votorantim fue comprado por el Banco do Brasil (49,99% del capital votante). El valor abonado fue de R\$ 4.200 millones, un múltiplo por acción de 1,3 veces el patrimonio del banco, contra, por ejemplo, 2,4 de la adquisición de Nossa Caixa²².

En lo que respecta a los bancos de capital extranjero, un relevamiento de la *Agência Estado* (octubre de 2008) mencionó al Banco Santander (con 60 empresas como clientes en las operaciones de derivados cambiarios), Unibanco (33 empresas) e Itaú (96 empresas). Es conocido que Sadia realizó una operación de us\$ 1.400 millones con Barclays el 10 de septiembre, pocos días antes de la quiebra de Lehman Brothers²³. Diversos bancos internacionales hicieron esas operaciones, pero poco se divulgó sobre ello. Por ejemplo, el HSBC reconoció que «tenía exposición con Aracruz, que realizó apalancamiento

22. Luis Nassif: «A Venda do Banco Votorantim», <<http://colunistas.ig.com.br/luisnassif/2009/01/13/a-venda-do-banco-votorantim/>>, 13/1/2009.

23. Graziella Valenti: «Sadia Fechou Operação Bilionária Cinco Dias Antes do Início da Crise» en *Valor Econômico*, 7/4/2009.

con derivados», subrayando que, en su caso, «el mayor problema fueron los derivados de cambio y no los préstamos asociados a los derivados», y que «varias empresas de tamaño medio habían realizado operaciones de préstamo asociadas a derivados de cambio muy superiores a su potencial de venta externa».

Según el BIS, mientras en México las pérdidas de las empresas fueron estimadas en us\$ 4.000 millones, en Brasil, donde no hay números oficiales, los daños fueron estimados en us\$ 25.000 millones²⁴. Adriana Chiarini señaló que a fines de octubre de 2008 Jorge Sant'Anna, director de la Cámara de Custodia y Liquidación de Títulos Privados (Cetip) –mostrador organizado de activos y derivados–, informó que había más de 500 empresas involucradas en los derivados de cambio²⁵. Al mismo tiempo, la exposición a la variación cambiaria se había reducido: entre el 30 de septiembre y el 24 de octubre de 2008, las posiciones de las empresas vendidas en dólares pasaron de us\$ 40.000 millones a us\$ 20.000 millones hasta 90 días posteriores²⁶. De acuerdo con el relevamiento de la *Agência Estado*²⁷, que se refiere principalmente al primer semestre de 2008, 37 de las 50 empresas no financieras del Índice de la Bolsa

de Valores de San Pablo (Ibovespa) mantenían posiciones abiertas con derivados de cambio.

«Solo cuando el sector corporativo de México, Brasil y de otros países latinoamericanos forzó un mayor debilitamiento de las monedas notamos lo verdaderamente global que sería la crisis» ■

Un informe del HSBC señala la extensión y la profundidad de ese impacto: «Solo cuando el sector corporativo de México, Brasil y de otros países latinoamericanos forzó un mayor debilitamiento de las monedas, como resultado de derivados cambiarios altamente apalancados en octubre, notamos lo verdaderamente global que sería la crisis, con

una profundidad y un alcance muy superiores a lo estimado previamente»²⁸. Henrique Meirelles, presidente del Banco Central de Brasil, declaró en una entrevista al diario *Folha de São Paulo*: «Grandes empresas brasileñas habían

24. BIS: *BIS Quarterly Review*, 6/2009.

25. A. Chiarini: «Exposição a Derivativos Cai à Metade: us\$ 20 bi», *Agência Estado*, San Pablo, 29/10/2008.

26. M. Farhi y Roberto A. Z. Borghi: «Operações com Derivativos Financeiros das Corporações de Economias Emergentes» en *Estudos Avançados* vol. 23 N° 66, 2009, pp. 169-188.

27. *Agência Estado*: «Entenda as Operações de Derivativos e Suas Consequências», San Pablo, 28/10/2008.

28. HSBC: «It's not Easy to Ease» en *Latin America Insight*, HSBC Global Research, 2/2009.

firmado contratos de derivados vendiendo en algunos casos dólares equivalentes a años de exportación, quedaron insolventes. Eran grandes empresas. No se sabía cuántas ni cuáles. Tenían contratos mayoritariamente con bancos internacionales. Solo que mantenían líneas de crédito con grandes bancos nacionales. Aquí nuevamente no se sabía cuántos ni cuáles». A continuación, Meirelles afirmó que existía el riesgo de una crisis sistémica: «Se inició una preocupación muy similar a la que existía en otros países. (...) el daño podría llegar a proporciones monumentales. El mercado estaba apalancado de tal manera que, si el Banco Central no intervenía, generaría pérdidas enormes a bancos brasileños que tenían créditos con esas empresas»²⁹. Así, y a pesar de la obligatoriedad de los registros de las operaciones de derivados extrabursátiles, el episodio de los derivados cambiarios mostró que esta reglamentación era insuficiente y que debe ser reforzada para adaptarse a las nuevas normas en discusión en el plano internacional.

Frente a la revelación de los perjuicios de las corporaciones y de la acentuada preferencia por la liquidez de los bancos privados, las autoridades monetarias y financieras de las economías alcanzadas por la crisis se movilizaron para capitalizar las instituciones más debilitadas y proveer al sistema financiero de liquidez en moneda nacional y, sobre todo, de divisas (permitidas por el elevado volumen de reservas internacionales). El éxito de esa intervención constituyó uno de los marcos para las políticas anticíclicas implementados por los países en desarrollo en contraste con las medidas recesivas adoptadas en las crisis cambiarias y financieras anteriores³⁰. Además, a pesar de la obligatoriedad de los registros de las operaciones de derivados extrabursátiles, el episodio de los derivados cambiarios mostró que esta reglamentación era insuficiente y que debe ser reforzada para adaptarse a las nuevas normas en discusión en el plano internacional.

■ Las principales cuestiones desarrolladas en las propuestas de reforma

La reforma de las reglas de supervisión y regulación fue señalada por los principales bancos centrales. Según Ben Bernanke, presidente del banco central americano, en el seminario de la Fed en Jackson Hole, los reguladores generalmente se «enfocan en las condiciones financieras de instituciones aisladas», mientras que sería preciso analizar sus interconexiones y considerar

29. Sérgio Malbergier y Marcio Aith: «Juros ao Consumidor Devem Cair mais Rápido. Entrevista com Henrique Meirelles», *Folha de S. Paulo*, 13/9/2009, p. B6.

30. M.A.M. Cintra y D.M. Prates: «The Financing of Developing Countries in the Face of the Global Financial Crisis», cit.

los «potenciales riesgos sistémicos y puntos de fragilidad»³¹. Pero la tarea es enorme. Dada la interpenetración internacional de activos y pasivos de los bancos e instituciones del *global shadow banking system*, los reguladores tendrían que realizar la unificación

Dada la interpenetración internacional de activos y pasivos de los bancos e instituciones del *global shadow banking system*, los reguladores tendrían que realizar la unificación patrimonial, inclusive por encima de las fronteras nacionales ■

patrimonial, inclusive por encima de las fronteras nacionales –y, por lo tanto, de los organismos nacionales de regulación y supervisión–, de manera de aplicar las mismas reglas a todas las instituciones financieras y ser capaces de evaluar el conjunto de riesgos presentes en el sistema³². Además, tendrían que crear normas de funcionamiento para los mercados de derivados

extrabursátiles (mostrador) poco habituados a cumplir cualquier tipo de reglamentaciones. Se trata de un largo y espinoso debate entre los órganos reguladores nacionales con los respectivos poderes legislativos, con los sectores financieros y en el ámbito del Financial Stability Board (FSB)³³.

Algunas propuestas, tanto privadas como públicas, destacan esas cuestiones como prioritarias. Un ejemplo es el informe divulgado por el Counterparty Risk Management Policy Group III³⁴, formado por el Grupo Asesor de la Presidencia de EEUU para Mercados Financieros (*President's Working Group on Financial Markets*), que reúne a los principales bancos que operan en el país. El informe tenía como objetivo suministrar una respuesta del sector privado a la crisis de crédito de 2007 y 2008, para proporcionar subsidios y complementar otros estudios realizados tanto por el sector público como por entidades privadas

31. Ben S. Bernanke: «Reducing Systemic Risk», Simposio Económico Anual de la Reserva Federal, Jackson Hole, Wyoming, 22/8/2008.

32. Existen indicios de que algunas iniciativas comunes de supervisión, tales como la descrita por Jesse Westbrook, en la cual la Fed y la SEC de los EEUU, la FSA del Reino Unido y los órganos reguladores de Francia, Canadá, Alemania, Japón y Suiza pidieron a 20 grandes instituciones financieras que realizaran autoevaluaciones en noviembre del 2008. Todavía, «los supervisores continúan poco convencidos de que las instituciones estén promoviendo en extensión y profundidad las mejoras necesarias». J. Westbrook: «Gestão de Risco Fica Aquém das Promessas» en *Bloomberg News*, citado en *Valor Econômico*, 23/10/2009.

33. Según la Declaración Final de la Cumbre del G-20 en Pittsburgh, «Hemos designado al G-20 como foro principal para nuestra cooperación económica internacional. Hemos establecido la Junta de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB) para incluir a las principales economías emergentes y dar la bienvenida a sus esfuerzos para coordinar y evaluar los progresos en el fortalecimiento de la regulación financiera» (24-25 de septiembre de 2009).

34. CRMPG III: *Containing Systemic Risk: The Road to Reform. The Report of the Counterparty Risk Management Policy Group III*, 6/8/2008, <www.crmppolicygroup.org>.

como el Institute for International Finance (IIF)³⁵. Entre las recomendaciones presentadas se destacan: a) la creación de una cámara de compensación para los derivados extrabursátiles; b) exigencias para que las contrapartes, en ciertas operaciones en el mercado de derivados extrabursátiles (mostrador), sean «lo suficientemente sofisticadas para entender las operaciones y sus riesgos»; c) establecer cambios en la contabilización de los activos vinculados a créditos –incluyendo los ya existentes– que dejarían de ser considerados «fuera de balance» y serían incluidos en los balances. Esta última recomendación provocó fricciones en las altas finanzas internacionales porque llevaría a un aumento del capital regulatorio de las instituciones. Pero el informe afirmó: «por más costosas que lleguen a ser esas reformas, ese costo será minúsculo si se lo compara con los cientos de miles de millones de dólares en créditos en liquidación que las instituciones financieras tuvieron que enfrentar en los últimos meses, sin hablar de las distorsiones y de los desplazamientos económicos ocasionados por la crisis».

Las iniciativas de regulación y supervisión sugeridas por tres documentos gubernamentales –el informe Larosière (2009) para la Comisión Europea, el informe Turner del *Financial Services Authority* (2009) del Reino Unido y el informe Geithner del Departamento del Tesoro (2009)– avanzaron en la misma dirección que las recomendaciones privadas. La reforma del sistema de regulación y supervisión de los bancos y otras instituciones financieras propuesta por el Departamento del Tesoro, en negociación en el Congreso, fue organizada en torno de cinco grandes ejes. El primero busca reorganizar y fortalecer la estructura institucional («*Promote robust supervision and regulation of financial firms*»). Por medio de la creación de un consejo de supervisión de servicios financieros, presidido por el Departamento del Tesoro, se intenta controlar a todas las instituciones financieras, inclusive las aseguradoras (actualmente bajo jurisdicción provincial). Este órgano tendría la función de identificar riesgos sistémicos y coordinar las acciones de las diferentes agencias de regulación y supervisión. La Fed tendría sus poderes ampliados en todas las instituciones depositarias (bancos y sistema de ahorro y préstamo) y no bancarias (bancos de inversión, aseguradoras, fondos de inversión) que puedan amenazar la estabilidad financiera del país. Suministran además el registro de los fondos altamente apalancados (*hedge funds*, fondos *private*

35. IIF: *Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations*, IIF, Washington, DC, julio de 2008. Para otras propuestas, v. Grupo de los 30: *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, Washington, DC, 2009 y Fernando J.C. Carvalho y Jan Allen Kregel: *Crise Financeira e Déficit Democrático*, Instituto Brasileño de Análisis Sociales y Económicos (Ibase), Río de Janeiro, 2009.

equity y *venture capital*), organizados en paraísos fiscales, en la Comisión de Valores Mobiliarios de EEUU (*us Securities and Exchange Commission, SEC*) y el fortalecimiento de las reglas para los fondos de inversión a corto plazo.

El segundo eje establece normas para la operabilidad de algunos instrumentos financieros («*Establish comprehensive supervision of financial markets*»). Entre ellos, se destacan los títulos securitizados, los derivados extrabursátiles (definidos en acuerdos privados), incluyendo los derivados de crédito (*credit default swaps*). La Fed tendrá autoridad para supervisar los sistemas de pago, de compensación y liquidación de activos financieros.

El tercer eje prevé la constitución de una arquitectura institucional de protección al consumidor financiero («*Protect consumers and investors from financial abuse*»). Para ello se creará una Agencia de Protección a los Consumidores Financieros, con autoridad para proteger a los usuarios de servicios financieros y regular a los proveedores de hipotecas, crédito al consumo, ahorro, etc.

El cuarto eje perfecciona los instrumentos de gestión de crisis financieras y mejora la supervisión preventiva («*Provide the government with the tools it needs to manage financial crises*»). Intenta evitar la necesidad de intervenir en grandes instituciones con amplias interconexiones financieras. Estima además el aumento de los padrones de solicitud de capital mínimo (en relación con los activos ponderados por los riesgos) y de liquidez para todas las instituciones financieras (americanas y extranjeras que operan en EEUU).

Esa última propuesta se articula con el quinto eje de la reforma: el perfeccionamiento de los estándares internacionales de reglamentación («*Raise international regulatory standards and improve international cooperation*»). En ese contexto, se sugiere la revisión completa del denominado Acuerdo de Basilea II (negociado entre los países ricos del Comité de Basilea para Supervisión Bancaria), con el propósito de mitigar el comportamiento procíclico de los bancos, limitando el grado de apalancamiento y las transacciones no registradas en balances.

En la misma semana que el gobierno de EEUU presentó su propuesta de reforma financiera, las autoridades europeas anunciaron un acuerdo para crear dos órganos multinacionales de supervisión, que aún debe votar el Parlamento Europeo. Se propuso la creación de un consejo de riesgo sistémico, que tendría poder para efectuar recomendaciones a los gobiernos de los 27 países de la Unión Europea, pero no para implementar directamente las políticas.

Además, se prevé la creación de un sistema de agencias de fiscalización financiera (para bancos, bolsas de valores y seguros), que deberá determinar pautas comunes para los 27 países, reforzar la cooperación entre los supervisores nacionales y supervisar a las agencias de clasificación de riesgo.

Estas iniciativas enfrentarán grandes resistencias. Por un lado, las diferentes propuestas chocan con la oposición de las instituciones financieras. Por otro, la reglamentación, por más amplia que sea, necesita evolucionar continuamente para acompañar la dinámica de los mercados, que están siempre un paso delante de las autoridades reguladoras y supervisoras. Como los sistemas financieros introducen innovaciones permanentemente y crean situaciones de riesgos sistémicos, es necesaria la implementación de nuevas reglas. Y como las normas *macroprudenciales*, aun las más actualizadas, son insuficientes para garantizar la estabilidad financiera, las líneas de préstamo de última instancia (y las operaciones de *market maker* de última instancia) siguen siendo relevantes. Además, la participación de los gobiernos en los mercados financieros a través de agencias y bancos públicos representa una posibilidad más en el intento por controlar las convenciones financieras. ☒

Bibliografía

- Departamento del Tesoro: *Financial Regulatory Reform: A New Foundation*, Washington, DC, 17/6/2009, <http://financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf>.
- Financial Services Authority: *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, Londres, marzo de 2009, <www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf>.
- McCulley, Paul: «The Paradox of Deleveraging» en *Global Central Bank Focus*, julio de 2008, <http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf/GCB%20Focus%20July%2008_web.pdf?WT.cg_n=pimco-us&wt.ti=GCB%20Focus%20July%2008_web.pdf>.
- McCulley, Paul: «Credit, Markets, and the Real Economy: Is The Financial System Working? A Reverse Minsky Journey» en *Global Central Bank Focus*, abril de 2008, <www.pimco.com/LeftNav/Featured+Market+Commentary/FF/2008/Global+Central+Bank+Focus+4-08+Credit+Markets+and+the+Real+Economy.htm>.
- The De Larosière Group: *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Bruselas, 25/2/2009, <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf>.