

# Especulación y Soberanía: una interacción insidiosa

Gerald Epstein y Pierre Habbard\*

## Resumen

Este artículo examina y analiza varios de los sucesos más significativos en los mercados financieros desde la irrupción de la crisis financiera y sus respuestas regulatorias. El artículo centra las varias formas de especulación en constante evolución alrededor de la problemática de ‘demasiado grande para fallar’, con una énfasis particular, dado a la relación creciente y problemática entre la deuda pública y la especulación bancaria. A pesar de iniciales respuestas prometedoras por parte de gobiernos nacionales y cuerpos internacionales como el G20, las regulaciones han confrontado las fuerzas principales detrás de la crisis.

**Palabras clave:** Crisis financiera; demasiado grande para fallar; regulación.

## Abstract

This article reviews and analyses several of the most significant developments in financial markets since the irruption of the financial crisis and their regulatory responses. The article centers the various evolving forms of speculation around the ‘too big to fail’ problematic, with particular emphasis given to the growing and problematic relationship between private bank speculation and government debts. Despite initial promising responses by various national governments and international bodies such as the G20, regulations have not addressed the principle forces behind the crisis.

**Key words:** Financial crisis; too big to fail; regulation.

## Introducción

Cuatro años después de la crisis financiera y del muy cercano colapso financiero de 2008, la economía mundial nuevamente

---

\* Profesor de Economía, Universidad de Massachusetts y Co-director del Instituto de Investigaciones en Economía Política (PERI); Asesor titular, Trade Union Advisory Committee de la OECD. Traducción del inglés al español de Wesley Marshall y Eugenia Correa.

enfrenta la perspectiva de una profunda crisis económica. El evento que la precipita es el contagio financiero a partir de la deuda soberana y la crisis bancaria en Europa estallada desde mediados de 2009. De manera que el propio Fondo Monetario Internacional (FMI), escribió en septiembre de 2011: “por primera vez desde octubre de 2008 los riesgos sobre la estabilidad financiera global se han incrementado” (FMI, 2011a).

En la medida en que la crisis de la deuda soberana en Europa se intensifica y amenaza con sumergir a las economías y a los sistemas bancarios de muchos países europeos –Grecia, Irlanda, Portugal, Italia, España y ahora Francia- y más allá, el asunto del juego financiero, la especulación y su impacto sobre la estabilidad, el crecimiento y el empleo en la economía real nuevamente toma una posición central. ¿Por qué las tasas de interés sobre algunas deudas soberanas europeas son tan altas y tan volátiles? ¿Por qué los precios de las acciones de los bancos privados son tan sensibles a rumores y tan variables día a día? ¿Por qué las tasas de fondeo y los diferenciales que enfrentan los bancos europeos son tan altas y tan variables? ¿Cuál es el papel de las agencias calificadoras en promover la volatilidad y el contagio? Y por último, ¿los conglomerados financieros globales demasiado grandes para quebrar (TBTF por sus siglas en inglés) son en realidad un síntoma o una causa de la crisis actual?

En los países de la Organización de Comercio y Desarrollo Económico (OCDE) 50% más personas estaban desempleadas en 2010 sobre el nivel que esa tasa alcanzó en 2007, mientras que globalmente 84 millones más de personas viven ahora en pobreza extrema que antes de la crisis, muchos de ellos en los países en desarrollo. Entre los países del Grupo de los Veinte (G20) solamente, las estimaciones de la OCDE y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) sugieren que 110 millones de trabajos deben ser creados para 2015 para regresar a las tasas de empleo previas a la crisis, es decir 22 millones de trabajos por año.

Podría ser simplista solamente culpar a los especuladores financieros por la crisis global. La libertad de los flujos de capital, las bajas tasas de interés –la “ gran moderación”– el excedente de liquidez contribuyeron al desbalance global dentro y entre las regiones. Y los especuladores financieros tomaron ventaja de ello. En el amplio sentido del término, la especulación financiera llevó a una burbuja especulativa en los Estados Unidos (US), está permitió la creación de un peligroso apalancamiento y las interconexiones entre las firmas financieras desviaron la inversión de la inversión productiva real, contribuyendo a la masiva desigualdad dentro de las sociedades. Pero las causas de raíz también señalan más amplios problemas subyacentes en la economía real.

La crisis mostró la insustentabilidad del modelo de crecimiento que estaba prevaleciendo. La creciente desigualdad en US y muchos otros países ha sido vinculada a las deficiencias en la demanda agregada global, de acuerdo con por los expertos de la Comisión de Naciones Unidas, presididas por Joseph Stiglitz, misma que se convirtió y está en el centro de la actual crisis. Como en los años veinte y la gran depresión, las crecientes desigualdades se combinaron con la desregulación financiera y la erosión del poder de negociación de las clases de ingresos bajos y de medios a lo largo de las economías industrializadas (Kumhof y Ranciere 2010).

Si la economía global está todavía al filo de una recesión de doble inmersión, es sólo porque ha fallado el sistema de gobernabilidad global y la manera en que los gobiernos, en especial del G20, han administrado la crisis. La visión incluyente y coordinada de las medidas de recuperación económica que prevaleció hasta el 2009 fue reemplazada por salidas prematuras y competitivas. Mientras que los gobiernos, bajo la presión de los mercados de bonos, se movían hacia la consolidación fiscal, a través de recortes en el gasto público, salarios y programas sociales y de pensiones. En junio de 2010, Global Unions advirtió al G20 que “se está en

riesgo de empujar a la economía global hacia la recesión con resultados catastróficos” (Global Unions 2010).

La especulación financiera fue una causa de la crisis. Ella disparó el choque inicial en abril de 2007 a través de los mercados de derivados –en ese momento fue la restricción crediticia de los préstamos subprime- y la ha acelerado desde entonces, con la continua presencia, en gran escala de la banca de sombra (shadow banking) y los grandes conglomerados financieros. Este artículo argumenta que ambos son los principales agentes de la especulación financiera de hoy en día.

El propósito de este trabajo es tener una definición de la especulación financiera, identificar las principales fuentes de especulación –los mercados, las formas de intercambio de activos y las instituciones financieras que la fomentan– y evaluar cómo el mercado de bonos soberanos el Estado y las finanzas públicas están siendo afectadas, especialmente a la luz del actual crisis de deuda europea. La pregunta es qué clase de políticas y reformas regulatorias podrían ser necesarias para reducir la especulación y su impacto, a fin de limitar las fuerzas financieras que han estado empujando a nuestras economías hacia crisis destructivas.

### **El crecimiento de la especulación financiera**

Proveer una definición sólida de la especulación financiera es una tarea compleja. Más aún, medir el tamaño e impacto de la especulación financiera es todavía un desafío mayor, en especial debido a la falta de datos, lo que en sí mismo es un corolario de la falta de regulación y de supervisión del mercado financiero. Pero lo que es claro es que la escala del comercio financiero global no puede ser explicada por las necesidades del sector productivo real: Las transacciones cambiarias globales son muchas veces mayores que el Producto Interno Bruto (PIB) o el comercio internacional y fueron 20% mayores en abril de 2010 (4 billones de dólares (bdd) de transacciones diarias) respecto de abril de 2007 (3.3bdd). Este 20% de crecimiento en las transacciones después de la crisis no

puede ser explicado por la situación del comercio internacional global durante ese periodo.

Igualmente hay una creciente desconexión entre los flujos de comercio en derivados y los flujos en activos subyacentes sobre los que se supone los derivados están vinculados. En el monto nocional, el valor total del mercado privado de derivados fue equivalente a 2.6 veces el PIB mundial en 1998 y creció hasta 9 veces el PIB mundial en 2010. Como punto de comparación, los activos financieros primarios globales (la suma de acciones, deuda en títulos y activos bancarios) han permanecido en el rango de 1.5 y 2 veces el PIB mundial a lo largo del periodo 1998-2010.

El número de contratos en derivados en el mercado de bienes primarios usualmente crecía modestamente entre 10 y 15 millones de contratos entre 1993 y 2004. Pero desde 2005 su crecimiento ha sido explosivo, incluyendo el periodo después de la crisis, alcanzando los 65 millones de contratos en 2010. Esto no puede ser explicado por el crecimiento del mercado en los bienes primarios subyacentes.

Mercados de divisas, mercados de derivados negociados en el mercado organizado y privado; comercio de acciones y PIB mundial en 2007

En miles de millones de dólares 2010 (y % de cambio desde 2007)	Mercado de divisas "Tradicional"		OTC derivados							Mercado accionario	PIB Mundial (dólares corrientes)
	a	b	c	d	de los cuales CDS	de los cuales CDS sobre bonos soberanos	Todos los OTC derivados (b+c+d)	derivados en tipo de cambio			
Promedio diario de intercambio (Abril)	3981 (+19.8%)	1490 (+48.3%)								252 (-37.6%)	
Monto nocional desembolsado (Junio)			62933 (+9.3%)	478093 (+25.4%)	41629 (-39.6%)	31057 (-31.3%)	2392 (+60.5%)	582655 (+14.7)	75941 (-20.1%)		
Valor bruto de mercado (Junio)			3158 (+95.8%)	18508 (+175%)	3007 (+8.4%)	1694 (+120.6%)		24673 (+121.9%)			63049 (+13%)

**Valores derivados:** Se trata de contratos financieros tales como futuros, forwards, y swaps cuyos valores dependen del valor de otros activos, tales como tipo de cambio, tasas de interés o precios de las acciones.

**Contratos Forward:** Son contratos que representan acuerdos para retrasar la entrega de instrumentos financieros o materias primas en los cuales el comprador está de acuerdo con comprar y el vendedor con entregar, en una fecha futura un instrumento específico o una mercancía un instrumento especificado a un precio o rendimiento especificado. Los contratos forward no son generalmente negociados en el mercado organizado y se trata de contratos no estandarizados.

**Opciones:** Se trata de convenios bien sea un derecho o una obligación, dependiendo de que si la institución que reporta es de compra o de suscripción, respectivamente, de comprar o de vender un instrumento financiero o una mercancía a un precio y en una fecha especificados.

**Swaps:** Swaps are transactions in which two parties agree to exchange payment streams based on a specified notional amount for a specified period.  
Fuente: BIS 2010a y b; Banco Mundial y World Federation of Exchange.

***Las apuestas apalancadas y “direccionadas” que son conducidas por los “rumores” en el mercado***

De acuerdo con la definición más común y estrecha, la especulación es la colocación de una apuesta sobre los cambios de corto plazo en los precios de mercancías o de activos financieros. La apuesta puede ser que el precio aumentará (tomando una posición larga) o caerá (tomando una posición corta) en el corto plazo. El monto de dinero que se ganará (o se perderá) puede aumentarse tomando más préstamos (apalancamiento) para hacer la apuesta. La especulación financiera está estrechamente asociada con las estrategias de arbitraje. El arbitraje explota (busca hacer una ganancia) ineficiencias en la formación de precios en el corto plazo por compras y ventas simultáneas de un título a dos diferentes precios en dos diferentes mercados. Dado el grado que este arbitraje involucra apuestas, incluso en el corto plazo, también resulta una forma de especulación.

El punto clave acerca de hacer una apuesta en el corto plazo sobre cambios en los precios es que un especulador podría confiar sobre las expectativas y apuestas que otros están haciendo en el mercado, mucho más que sobre una evaluación del valor subyacente del activo. Algunos economistas se refieren a esto como el “noise trading” (especular sobre rumores en el mercado). Keynes comparaba esto con un concurso de belleza en el que la gente ganaba, no por adivinar cuál concursante es más bonita, sino por adivinar a quién adivinarían los otros, quien entonces adivinaba la adivinanza de los otros.

***Llevando el precio de los activos (y del riesgo) fuera de los fundamentos (economía real)***

La especulación se autoalimenta llevando a más especulación y haciendo más difícil la cobertura y la administración de riesgos para los propósitos de la economía real, porque crea más incertidumbre en el precio de los activos. Además, está conducida

por temores y rumores más que por la evaluación racional de los factores subyacentes. Moviendo el precio de los activos fuera de sus posibles valores reales, incluso a través de la volatilidad de corto plazo o de cambios de largo plazo ('burbujas'), la especulación aumenta la probabilidad que el riesgo se transfiera hacia los contribuyentes y los trabajadores que son los que llevan la carga cuando una nueva crisis se precipita.

La especulación de este tipo puede ser destructiva debido a los niveles de riesgo sistémico y la interconectividad del sector financiero. Si la especulación está conectada por grandes canales de apuestas y la interconexión entre las instituciones financieras, entonces el impacto financiero de las apuestas "perdedoras" de una institución pueden contagiar a muchas instituciones. Si es muy grande esto puede llevar a un amplio desorden en la economía y a presionar por el rescate de los contribuyentes. Como lo señalaron Blundell-Wignall y Paul Atkinson (2011) de la OCDE:

*Cuando una parte de una transacción en derivados hace grandes ganancias, otra institución está haciendo grandes pérdidas –y esas pérdidas (si la valuación del activo es transparente) pueden causar la quiebra de la firma financiera. Aumenta el riesgo financiero sistémico, porque los derivados aumentan el apalancamiento y requieren que cada participante en la cadena de contrapartes sea capaces de cumplir con sus obligaciones para que sea posible para otros cumplir con las suyas. De esta manera los derivados aumentan el riesgo sistémico, sin agregar ningún nuevo patrimonio o capital para la economía.*

Una especulación parecida está ahora exacerbando la crisis de deuda soberana en Europa desde Grecia hasta España, Italia y otros países, el riesgo está siendo difundido a través de la interconectividad bancaria y el sistema de banca de sombra.

***Una visión amplia de la especulación: toda actividad financiera que no contribuye al incremento del ingreso o la riqueza en la economía real de manera sostenible***

La especulación también puede ser definida más ampliamente como cualquier actividad financiera socialmente improductiva. Sustanciales recursos dedicados al sector financiero y los altos ingresos y ganancias generados desvían riqueza hacia afuera de esos sectores del economía, o incluso destruyen la riqueza en otros sectores durante el proceso. Con una definición amplia como ésta, la especulación abarca todas las actividades en las que la utilidad social para la economía real es cercana a cero –es decir que la especulación no se limita, ni implica necesariamente especular sobre los cambios en el corto plazo en el precio de los activos. Como Keynes enfatizaba, cuando la especulación de este tipo se dispersa y domina la actividad empresarial, entonces los recursos de la sociedad probablemente no estarán bien invertidos. Keynes (1936) argumentó que este tipo de inversión puede hacer que el precio de los activos sea altamente variable, puede conducir a burbujas en el precio de los activos que se auto refuerzan y puede llevar a crisis financieras, cuando estos sentimientos cambian:

*Los especuladores pueden no hacer daño como las burbujas en el flujo constante de la empresa. Pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en la burbuja en un remolino de la especulación. Cuando el desarrollo del capital de un país se convierte en un subproducto de las actividades de un casino, es probable que sea muy malo el resultado. La medida del éxito alcanzado por Wall Street, considerado como un institución en la cual el propósito social apropiado es dirigir las nuevas inversiones dentro de los canales más rentables en términos del futuro rendimiento, ello no puede ser señalado como uno de los triunfos sobresalientes del capitalismo liberal.*

El término “innovación financiera” es central en la definición amplia de especulación. Transacciones financieramente “novedosas”, que fueron motivadas por arbitraje regulatorio o por arbitraje tributario, no necesariamente cuentan como intercambio meramente especulativo de manera individual, pero podría serlo en un nivel agregado. Un inversor que presta a una compañía que se compromete en la especulación inmobiliaria podrían no estar en sí

mismo tomando como una apuesta especulativa (sí, por ejemplo sus ganancias están garantizadas) pero el conjunto del proyecto financiero carece de beneficio social. Para considerar un poderoso ejemplo contemporáneo, empaquetar hipotecas subprime dentro de obligaciones de deuda colateralizadas (CDO, por sus siglas en inglés) y venderlas a cambio de un derecho no es especulativo - porque el derecho está garantizado- pero la actividad no es socialmente útil, si ésta lleva a una burbuja en el precio de los bienes inmuebles en que revienta.

Desde una perspectiva institucional, la especulación financiera está vinculada con el crecimiento de los conglomerados financieros globales y el sistema bancario de sombra asociado. Las agencias calificadoras de crédito también juegan un papel destructivo, especialmente porque hacen sus ingresos sobre derechos que cobran cuando realizan una calificación. Calificar hipotecas AAA por una comisión, cuando son claramente de alto riesgo, no es socialmente útil, incluso si ello no es especulativo en el sentido estricto de la colocación de una apuesta en la dirección de los precios.

### ***Innovación financiera y derivados***

Algunos financieros y economistas justifican los grandes ingresos devengados por las instituciones financieras y objetan la regulación financiera sobre la base de que consideran que la innovación financiera es socialmente de alta productividad. Ellos argumentan que los productos estructurados –obligaciones de deuda colateralizadas y valores garantizados por activos- y derivados –futuros, forwards, opciones y swaps- califican entre aquellos productos de la innovación con los cuales se ayuda a administrar los riesgos o a estabilizar los ingresos asociados con un activo financiero subyacente –crédito bancario, bonos, acciones, divisas, materias primas, etc.

Pero los derivados sólo cambian el riesgo; ellos no eliminan el riesgo. Ejemplo de ello sería un banco o un fondo de cobertura explotando diferencias en tratamiento impositivo de la deuda y acciones o un banco intercambiando un derivado para reducir artificialmente el riesgo de los valores y por tanto pasando por alto los requisitos prudenciales de regulación. Algunos economistas, incluyendo Paul Volcker, han cuestionado el valor social de muchas innovaciones financieras. Crotty y Epstein (2009) utilizan estudios previos para calcular el número y el porcentaje de las innovaciones que fueron al menos parcialmente motivadas por arbitraje impositivo y contable y/o arbitraje regulatorio. Sus estimaciones revelan que, como mínimo, alrededor de un tercio de esas innovaciones financieras están motivadas por esos factores, más que por mejoramientos en la eficiencia.

### ***El riesgo global de conglomerados financieros complejos***

Hasta ahora nos hemos aproximado a la especulación financiera a través de la perspectiva de un mercado, un producto y una transacción. ¿Pero quién se sienta del otro lado de la mesa de negociación? ¿Quién vende derivados y productos estructurados con la intención o conociendo que ellos pueden ser intercambiados con propósitos puramente especulativos? En resumen, ¿cuáles son las bases institucionales que sostiene la especulación? Un breve panorama de cómo están estructurados los mercados financieros no deja duda acerca de quién tira de las palancas: los grandes conglomerados financieros cuyo tamaño, cobertura internacional y complejidad los ha vuelto sistemáticamente importantes –aquellos que son desde el punto de vista de los contribuyentes “demasiado grandes para quebrar” (TBTF): AIG, Merrill Lynch, Lehman Brothers en 2008, Bear Stearns en 2007.

En las mayores economías de la OECD, los activos de los tres bancos más grandes, como proporción del PIB crecieron significativamente en el curso de la crisis y han continuado aún hoy. Esta tendencia es específica a las economías de la OCDE; las grandes

economías emergentes, miembros del G20, no muestran un patrón similar con la notable excepción de Suráfrica. El número de bancos que controlan  $\frac{3}{4}$  partes del volumen de negocios en el mercado de divisas cayó tanto antes como después de 2007 en la mayor parte de los países de la OCDE. Un proceso similar de concentración está teniendo lugar en todos los segmentos de los mercados de derivados. Por ejemplo, mientras que en 1998, 30 bancos dominaban el mercado cambiario de futuros y 14 del mercado de opciones, en 2001 esos mercados estaban dominados por 14 y 10 firmas respectivamente. En el mercado de más rápido crecimiento, el de los fondos financieros negociables (EFT por sus siglas en inglés, véase la siguiente sección), aquellos que entraron tempranamente como State Street y BlackRock están ahora siendo eclipsados por los conglomerados financieros globales.

El crecimiento de los grandes conglomerados (TBTF) y su comportamiento más y más especulativo, está estrechamente asociado con el cambio de modelo de negocios bancarios. Históricamente, la banca comercial al menudeo –financiamiento de la economía real a través de depósitos y préstamos de los hogares y de las compañías no financieras- fue separada de los bancos de inversión y de las actividades especulativas, volátiles, pero altamente rentables en servicios financieros que incluyen finanzas corporativas, correduría e intercambio, investigación y análisis. Después de las olas de desregulación –en los Estados Unidos el gradual retiro de la ley Glass Steagall- los grandes bancos han amalgamado las actividades de banca de inversión con las de banca al menudeo, y también en algunos casos se han expandido para incluir actividades de seguros.

Durante los años noventa el gobierno corporativo y el modelo de negocios de los grandes bancos de la OCDE cambió desde una “cultura del crédito” –es decir de las actividades tradicionales de préstamo y depósito- a una “cultura accionaria”– es decir a una conducida por la maximización del valor de los accionistas. Este

cambio no fue neutral en la manera en que los bancos podrían administrar su riesgo (Blundell-Wignall, et. Al. 2009). Los bancos diversificaron sus actividades y se movieron hacia mayores riesgos, pero también hacia mayores recompensas en las actividades de la banca de inversión y el comercio de valores. Esta concentración de la riqueza creó una concentración del poder y ello hizo más vulnerables a las economías y a los gobiernos a su comportamiento especulativo y riesgoso. Eso fue lo que sucedió con Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns, Northern Rock y AIG en 2008. De acuerdo con el antiguo economista en jefe del Fondo Monetario Internacional (FMI) Simon Johnson, “Los grandes bancos en el corazón de nuestro sistema financiero estallaron por sí mismos (...) nadie forzó a los bancos a tomar tanto riesgo” (Johnson 2011). De acuerdo con el FMI la frecuencia del estrés (definida como ingresos negativos durante todo un año, recepción de ayuda del gobierno a través de inyecciones de capital, o transferencia de activos) en 2007-2009 fue 67% más alta para los bancos de inversión y para los bancos que reúnen inversión y banca minorista que para los bancos minoristas solos (FMI 2011b). Para la OECD (OECD 2011a), “se puede argumentar en términos de competencia que la estructura oligopólica de la banca probablemente contribuyó a la crisis financiera”.

### ***El crecimiento de la banca de sombra y de los fondos de capital***

Ha venido aumentando la atención sobre el papel del sistema bancario de sombra en la generación de las actividades financieras especulativas y más ampliamente improductivas (Pozsar, et.al. 2010; Pozsar 2011). El tamaño de los recursos disponibles por el sistema bancario de sombra no es conocido con precisión —éste incluye un conjunto de instituciones financieras relativamente no reguladas tales como los fondos de cobertura, las firmas de valores privados y fondos financieros o fondos de fondos financieros, así como las bien conocidas actividades bancarias fuera de balance, incluyendo productos estructurados, tales como papel comercial

garantizado por activos que son vendidos o usando vehículos especiales de inversión. Pozsar ha estimado esos fondos en cerca de 4 bdd. Ellos son proporcionados por los fondos de pensión, los fondos de las aseguradoras, las corporaciones no financieras, patrimonios individuales y otros. Alguno de esos fondos se encuentran fuera de balance o en vehículos de inversión de bancos de inversión o bancos comerciales y agentes propios. Estos son los fondos de capital disponibles para la inversión financiera, incluyendo la inversión especulativa.

La banca sombra es de interés porque incluye actividades que podrían normalmente salir de la supervisión bancaria, tales como la transformación de liquidez y vencimiento y la intermediación crediticia, pero ellos en sí mismos no son sujetos de regulación y de supervisión adecuada. Para el Financial Stability Board (FSB, 2011a) la banca sombra aumentó “la preocupación por el riesgo sistémico, en particular debido al apalancamiento y a la defectuosa transferencia del riesgo crediticio”. Por estar fuera del sistema bancario regular, la banca de sombra tiene la puerta abierta a todas las formas de arbitraje regulatorio. Ella debilita a la banca, las aseguradoras, la administración de activos y la regulación de valores; lleva a aumentar el apalancamiento adicional y el riesgo en el sistema. El uso por los grandes bancos de las transacciones fuera de balance y el comercio en derivados para evadir regulaciones prudenciales bancarias internacionales –los regímenes regulatorios derivados de los acuerdos de Basilea II y en el futuro Basilea III- son preocupaciones centrales tanto para el FSB (2011a), como para la OCDE (2011a).

A diferencia de los grandes conglomerados globales (TBTF), el crecimiento de la banca de sombra no está limitado a los países de la OCDE. Los países emergentes también están siendo afectados. En China, por ejemplo, existe una creciente brecha en las estadísticas entre los flujos de crédito por un lado y la hoja de balance de los bancos regulados por el otro, lo que significa un

crecimiento de la banca sombra, difícil de medir por las estadísticas oficiales.

### ***La complicidad de las agencias calificadoras en la crisis de 2008***

Se reconoce ampliamente que las tres agencias calificadoras (CRAs por sus siglas en inglés) que actualmente tienen un oligopolio global –Moody’s, Standard & Poors y Fitch- jugaron un papel controversial en la precipitación de la crisis. Sus calificaciones son pro cíclicas –ellas son muy optimistas durante los ciclos de crecimiento y muy pesimistas durante las caídas- y son usadas como una base para la especulación. Hasta los años setenta el modelo de negocios estaba basado en los inversores: la calificación era pagada por los inversores. En la medida que la ganancia era para el inversor, no para el emisor, las agencias estaban protegidas de cualquier influencia indebida sobre el emisor. Esto cambió en los años setenta cuando las agencias calificadoras cambiaron al modelo de emisor paga para aumentar sus ganancias. Pero este nuevo modelo vino a costa de aumentar mucho la exposición a conflictos de interés: las instituciones financieras pagan por sus propias calificaciones.

La inflación en calificaciones que tuvo lugar antes de la crisis –y por tanto pro cíclica en el modelo de negocios actual de las agencias calificadoras- ha sido documentado (White 2010). La OCDE (2011a) advierte de la evidencia de “inflación significativa en el grado de calificación” que tiene lugar antes de la crisis a través de la “salida sistemática” de los modelos de valuación técnicos que las agencias hicieron hacia “ajustes discrecionales al alza en las calificaciones, en un esfuerzo de retener o capturar negocios”. Comparando el nivel de calificación atribuida a mediados de 2007 a los grandes bancos por Moody’s y Fitch, con el grado de dependencia de los bancos de las medidas emergencia tomadas después de la crisis (incluyendo la venta de activos y el soporte otorgado por el gobierno), el BIS (2011a) encuentra una relación positiva. Es decir que a mayores calificaciones antes de la

crisis, mayor fue el nivel de soporte gubernamental y la venta de emergencia post-crisis. El análisis del BIS también revelan importantes inconsistencias antes y después de la crisis en el nivel de calificaciones de las tres agencias. Solamente el 8% de los bancos estuvieron calificados de manera similar por las agencias a mediados de 2007. Para el 33% de esos bancos, las 3 calificadoras estuvieron discrepando por dos o más niveles.

### **Nuevas formas de especulación financiera después de la crisis.**

En su sentido restringido, la especulación financiera es una apuesta en cierta dirección sobre el movimiento de precios de un activo que está apalancado a través de un préstamo (de manera que las ganancias o las pérdidas potenciales pueden ser muy grandes) y son apuestas que están guiadas por los “rumores del mercado” (adivinando lo que otros agentes del mercado están adivinando, no por indicadores económicos objetivamente verificables, o los “fundamentales del mercado”). La especulación financiera aumenta los riesgos sistémicos porque está frecuentemente asociada con altos niveles de préstamos, crecientes interconexiones entre múltiples instituciones financieras, muchas veces en diferentes jurisdicciones y dando lugar a la manipulación del riesgo y por lo tanto a la mala colocación de activos a través de la volatilidad de corto o largo plazo en el precio de los activos (es decir burbujas especulativas). En consecuencia distrae recursos valiosos – financieros, políticos y humanos- fuera de la inversión productiva en la economía real y en la creación de riqueza en la sociedad. Esto es impulsado por la desregulación, la innovación financiera y la creciente concentración de activos y poder financiero –como se ve en el crecimiento de los grandes conglomerados financieros y de las agencias calificadoras con significativos conflictos de interés.

En este sentido amplio, la especulación es una actividad financiera que no contribuye al ingreso o a la riqueza sustentable en la economía real y entonces usa recursos en actividades financieras

socialmente improductivas. Peor aún, las actividades financieras actualmente destruyen ingreso y riqueza.

No existe una “lista negra” definitiva de los mercados, instituciones o estrategias de intercambio que pudiera capturar el concepto de especulación financiera. Esto es porque la especulación financiera es un blanco móvil. Se reinventa a sí misma. Siendo de corto plazo y muy inclinado a la explotación de cualquier forma de arbitraje, el comportamiento especulativo puede tomar múltiples formas y ajustarse casi instantáneamente a los movimientos del mercado y a los cambios en la tributación y la regulación. Los siguientes cuatro ejemplo son típicos: tres formas se relacionan con estrategias intercambio –carry trade, intercambio de alta frecuencia y ventas en corto- y una se relaciona con un creciente número de productos - fondos negociables en el mercado (ETF por sus siglas en inglés).

### *Carry trade*

Carry trade comprende préstamos en monedas a bajo costo e inversión en monedas con altas tasas de interés y con baja tasa de volatilidad cambiaria entre las dos –por ejemplo préstamos en Yen japonés e inversiones en Real brasileño. Si las teorías comunes de mercados eficientes fueran verdaderas, entonces este tipo de inversiones podrían no ser rentables porque el impacto de las altas tasas de interés sobre los beneficios esperados se vería compensado por la expectativa de la depreciación de la moneda. Pero esto no parece estar sucediendo: grandes montos de flujos de inversión especulativa van hacia monedas con altas tasas de interés, y después grandes flujos de salida cuando la moneda se espera que caiga. Estos flujos en el carry trade pueden crear grandes problemas de administración macroeconómica para los ministerios de finanzas y los bancos centrales y llevar a tipos de cambio erróneos.

Medir el impacto del carry trade es difícil. No hay datos directos sobre el tamaño porque la mayor parte de estos flujos tienen lugar

fuera de balance y por consiguiente impulsan el sector bancario de sombra.

El carry trade perdió mucho de su atractivo, sin embargo, después de la crisis de 2008 y el aumento en la volatilidad cambiaria. Pero ha vuelto nuevamente a ser importante en la medida en que los diferenciales en las tasas de interés han aumentado y la liquidez disponible para los especuladores se ha incrementado. Muchos países especialmente en el mundo en desarrollo, están ahora adoptando técnicas de administración de flujos de capital – incluyendo restricciones sobre dichos flujos- tratando de desalentar el carry trade.

### ***Exchange Traded Funds***

Cuatro años después de la crisis “subprime” de 2007, el mercado para la titulación de la deuda –valores garantizados por activos (ABS, por sus siglas en inglés), incluyendo valores respaldados en hipotecas comerciales y residenciales (RMBS y CMBS por sus siglas en inglés), y las obligaciones de deuda colateralizada (CDOs por sus siglas en inglés), aún no se ha recuperado. El volumen de emisiones en la Unión Europea (UE) y en US cayó considerablemente después de 2008 y lo que queda es casi totalmente dependiente de los programas de compras respaldados por los gobiernos –Freddie Mac, Fannie Mae and Ginnie Mae en US, el Banco Central Europeo (BCE) (Blommestein et.al. 2011).

Si bien los productos estructurados que no están garantizados por el gobierno han desaparecido completamente del mercado, los fondos negociables en el mercado (ETF) han crecido rápidamente en esta post-crisis. En un ambiente de bajas tasas de interés, los inversionistas institucionales, menos los fondos de pensión de los trabajadores, están ahora más que nunca en la “búsqueda de rendimientos” y los fondos negociables en el mercado a primera vista ofrecen el perfil ideal de riesgo y ganancia.

Como la deuda colateralizada, los fondos negociables en el mercado, están ligeramente regulados como los vehículos de inversión que reúnen una amplia gama de activos en un solo fondo. Como tal permite a los inversores acceder a mercados ilíquidos, tales como bienes raíces, que de otra manera no sería posible debido la regulación prudencial de liquidez y riesgo de mercado (Basilea II, Solvencia II, reglas de fondos de pensiones, etc.) De acuerdo con el FSB (2011b), los fondos negociables de mercado ha crecido a un promedio de 40% por año desde la década pasada. Los activos bajo su administración fueron valuados en 2 bdd. Igual que los CDOs, el mercado de los fondos negociables empezó con productos relativamente simples (agrupando fondos de diferentes acciones listadas) pero gradualmente se movieron hacia productos más complejos y opacos, como los fondos negociables sintéticos (fondos de fondos negociables que nos recuerdan la etapa de los subprime CDOs de CDOs o CDO2). En Europa en particular, los fondos negociables sintéticos representan cerca de la mitad del mercado. El reciente “rogue trader” de UBS fue haciendo apuestas usando fondos negociables. Para la comentarista del Financial Times, Gillian Tett, “el crecimiento de los fondos negociables en los pasados tres años es extraordinariamente similar a las gráficas de los CDOs en 2005”. Aún más, para los expertos de ODCE (2011a) “ el negocio de derivados en acciones, y los fondos negociables en particular, han alcanzado tempranamente todos los requisitos para el desarrollo de una burbuja”.

### ***Comercio de Alta Frecuencia (High Frequency Trading)***

El comercio y la intermediación electrónica automática –es decir el comercio generado por algoritmos en computadora- se ha venido expandiendo a lo largo de los mercados organizados, en las transacciones cambiarias y en las acciones listadas, entre otros. Mucho del comercio con algoritmos es benigno, en la medida en que se limita a transacciones rutinarias de bajo impacto. Ese no es el caso, sin embargo, del rápido crecimiento de este comercio con

algoritmos. Las transacciones de alta frecuencia (HFT por sus siglas en inglés) consiste en la ejecución de operaciones frecuentes pero realizadas en minisegundos para obtener beneficios de los aumentos en las variaciones de los precios en un determinado valor listado (creando mercado) y/o explotando las diferencias en los precios entre dos centros de negociación separados (arbitraje). Las decisiones de negociación no son tomadas por seres humanos sino por computadoras que generan los algoritmos. Las posiciones (propiedad de un valor) son detectadas solamente por unos segundos o fracciones de un segundo. La rotación diaria de una cartera es excepcionalmente alta. HFT es entonces la forma más extrema de inversión de “corto plazo”: no solamente porque la propiedad efectiva es solamente por una fracción de segundo, sino también porque el conjunto de la “inversión” en el mercado queda sin cambio al final del día de negocios. Al igual que otras actividades financieras muy poco reguladas, los datos sobre HFT son escasos e incompletos. Se estima que el HFT representó alrededor del 25% de las transacciones de contado en el mercado cambiario alrededor del mundo en 2010 (King y Rime 2010), 56% en la negociación de acciones en US (arriba del 21% en 2005), y 38% en la negociación de acciones en Europa (arriba del 9% en 2007) (IOSCO 2011).

Los defensores de HFT argumentan que esta negociación aumenta la liquidez en el mercado y que algunas de estas estrategias de negocios –tales como el arbitraje– ayudan a mejorar la transparencia en el precio y reducen las imperfecciones del mercado. Esa visión no es, sin embargo, compartida por los expertos de la organización internacional de las comisiones de valores (IOSCO que representa a las autoridades del mercado de valores de todo el mundo) para quienes el HFT posee un cierto número de riesgos para la eficiencia de los mercados, su “imparcialidad e integridad” y la estabilidad financiera. La “naturaleza de muy corto plazo [...] junto con el riesgo de la alta

velocidad, el alto volumen negociado podría mover los precios del mercado fuera de sus valores fundamentales y “poner en peligro el proceso de formación de precios” (IOSCO 2011). HFT puede también amplificar la transmisión de los choques a lo largo de los mercados y de los diferentes tipos de activos lo que, de acuerdo con IOSCO podría potencialmente aumentar “la velocidad a la que una crisis sistémica podría desarrollarse”. Estos riesgos se materializaron cuando el HFT con algoritmos contribuyeron al “flash crash” de mayo de 2010, cuando vimos que el índice Dow Jones perdió 5% de su valor en menos de 5 minutos. Seguido de un error humano en un una sola orden de gran venta sobre el S&P 500, las computadoras en el HFT comenzaron el pánico que se convirtió en el inicio de una cadena de ventas muy agresiva.

De manera muy importante, los reguladores están preocupados de que la confianza de los inversionistas institucionales, incluyendo los fondos de pensión, está siendo socavada como resultado del temor a ser engañados por los intercambios de “baja latencia” del HFT (es decir la rápida velocidad de la ejecución de órdenes). Debido a la importancia de los “baja latencia” (“low latency”) en la negociación, las computadoras necesitan estar localizadas dentro de los centros de negociación, de manera que reciban información de mercado antes que otros (incluyendo órdenes y ejecuciones). Es decir, hacen una ganancia: “afeitando” el mercado por una milésima de segundo. Se puede obtener un beneficio de 100 millones al año en una de las grandes firmas de HFT. IOSCO también cuestiona que tanto el HFT ofrece nuevas oportunidades para “incurrir en prácticas abusivas en gran escala que podrían haber sido previamente imposibles” y cita varias formas de negocios abusivos: “momentum ignition”, “quote stuffing”, “spoofing” y “layering”.<sup>1</sup> Esto podría empujar a los inversores

---

<sup>1</sup> Se trata de estrategias de negociación de grandes firmas que no están al alcance de todos los participantes en el mercado. La primera se refiere al súbito cambio en la dirección de los precios a través de posiciones tempranas; la segunda es una táctica de entrada masiva y rápida salida del mercado con cantidades que los competidores tienen que procesar, causando pérdidas a estos; las últimas dos se refieren a cambios en la identidad en la red de negociación. (Nota del traductor)

tradicionales a “salir” de los negocios regulados y colocar sus órdenes en negocios no regulados y en plataformas de negocios dentro de los grupos financieros, así creando los “dark pools” o liquidez fuera del escrutinio de las autoridades supervisoras (IOSCO 2011).

### ***Ventas en corto y CDS al descubierto***

De manera similar a las agencias calificadoras de riesgo, el mercado de los credit default swaps CDS han mostrado que la incorrecta evaluación del riesgo es un comportamiento procíclico y ha contribuido a una conducta financiera especulativa que amplifica las alzas y las caídas en el precio de los activos financieros.

En esencia un CDS es un tipo de seguro: un comprador de CDS está tomando un seguro contra el riesgo de impago de un préstamo dado y el vendedor está tomando el riesgo a cambio de una comisión. Sin embargo, el mercado de los CDS tuvo un muy mal desempeño en la medición de los riesgos de los grandes bancos antes de la crisis. El Banco de Pagos Internacional (BIS 2011a) muestra que los diferenciales en los CDS estuvieron negativamente correlacionados con la escala del rescate recibido después de la crisis. Es decir, cuanto menor fue el precio del aseguramiento a través de los CDS antes de la crisis, mayor fue la ayuda de emergencia después de la crisis. El problema de este tipo de mercados basados en los sistemas de calificación crediticia por impago en los mercados de CDS (por ejemplo los CDS sobre los bonos gubernamentales a 10 años de Grecia) no necesariamente reflejan el riesgo actual de impago de los activos subyacentes (el riesgo de impago del gobierno griego). Ellos pueden sobrestimar o subestimar el riesgo de impago. Varias fuerzas de mercado están en juego. En principio los resultados del propio mercado de CDS, como es el caso de cualquier otro mercado, demanda por “premio de riesgo” (o un “rendimiento superior”) por arriba del nivel de

riesgo objetivamente determinado del activo subyacente. Esto significa que, por definición, los CDS sobreestiman el riesgo de impago del crédito, aunque esta sobreestimación es difícil de medir.

Sin embargo, de manera fundamental, el mercado de los CDS está sujeto a fuerzas externas al mercado que no tienen conexión con los activos subyacentes. Un ejemplo podría ser una súbita “aversión al riesgo” o una “corrida a la seguridad” en mercados que siguen un particular disparador de eventos. Para el FMI (2010a) los precios del aseguramiento contra el impago soberano vía el mercado de los CDS “depende del nivel global de aversión al riesgo además del actual probabilidad de impago de los gobiernos soberanos”. La aversión global al riesgo, argumenta el FMI, ha repercutido, probablemente, sobre el precio de la protección soberana, sin implicar alguna relación con las mayores probabilidades de impago”

Un caso sobre este punto es la súbita caída en la calificación de la deuda soberana de US por Standard & Poor’s en agosto de 2011. En teoría la degradación en la calificación podría haber incrementado el riesgo de impago del gobierno norteamericano tal y como es percibido por el mercado, y con ello incrementado el rendimiento o de los bonos del gobierno norteamericano los cuales en cambio podrían haber aumentado el servicio de la deuda del gobierno norteamericano. Pero esto no ha sucedido. Ha sucedido de hecho lo contrario: después de la caída en la calificación, el bono del gobierno norteamericano de diez años se redujo a un nivel históricamente bajo de 2% a mediados de agosto. Esto es porque la caída de la calificación de los bonos estadounidenses disparó perturbaciones en el mercado y llevaron a una oleada hacia activos seguros, a los que pertenecen los bonos estadounidenses. En consecuencia el impacto inmediato de la caída en la calificación de los bonos del gobierno estadounidense fue una caída en los costos de préstamos.

El otro lado de la moneda es esa “aversión al riesgo” del mercado – aunque beneficia a algunas monedas soberanas (la estadounidense en el caso anterior)- que puede desestabilizar el mercado de deuda de otras monedas soberanas, como se vio en el caso de los países europeos del mediterráneo. Para los expertos de la OCDE y el FMI (Blommestein et. Al., 2010) el comportamiento “irracional y desinformado” de los mercados de CDS puede tener una función que se autoalimenta en el transcurso de la crisis conduciendo a un “resultado negativo auto-cumplido”. La OCDE y el FMI no avanzan, sin embargo, sobre las causas de tal comportamiento irracional.

Otros observadores han vinculado este “resultado negativo auto-cumplido” a las estrategias de negocios altamente especulativas de la venta en corto sobre CDS al descubierto. Los CDS al descubierto es cuando un agente toma el aseguramiento (el CDS) sobre un activo subyacente que en realidad no tiene en propiedad. La venta en corto sucede cuando un agente toma prestado un valor dado (pagando una comisión), lo vende con la expectativa de que su precio caerá, lo compra de nuevo a un menor precio y paga a su acreedor. La combinación de los dos –CDS al descubierto y venta en corto- no tiene nada que ver con el aseguramiento. Es una apuesta, pura especulación:

Los agentes compran “posiciones largas” de CDS de un bono determinando, digamos bonos del gobierno griego.

Al mismo tiempo los agentes venden en corto el activo subyacente; toman “prestados” los bonos del gobierno griego, digamos, de los fondos de pensión que obtienen una comisión por ello, y entonces “venden” los bonos griegos;

La venta en corto empuja los precios para debajo de los bonos Griegos, lo que produce un incremento del riesgo de impago como lo percibe el mercado de CDS;

En consecuencia el valor de los CDS sobre los bonos griegos aumenta;

Los agentes terminan la venta en corto: ellos compran los bonos griegos que habían prestado y entonces los venden, y regresan a sus propietarios originales (en este caso, un grupo de fondos de pensión).

De manera que estos agentes hicieron una doble ganancia: una sobre el aumento de los CDS (comprando al alza), y la otra sobre el descenso del bono Griego (vendiendo en corto). La espiral de caída se amplifica por las agencias de crédito, las cuales siguen más el proceso que conducirlo. Existe claramente un incentivo para la manipulación coordinada. La probabilidad de impago no es independiente del costo del préstamo –por tanto puede haber expectativas autocumplidas conduciendo hacia la caída de los precios de los activos más y más abajo. Este es un proceso que afecta la deuda soberana y las acciones soberanas actualmente en Europa.

### **Los mercados de bonos soberanos**

La trayectoria de la deuda pública en las economías del OCDE ha estado en pleno auge desde 2008. A final de 2011 se esperaba que la deuda total de los gobiernos centrales llegara a 33.4 bdd (es decir unos 22.2 billones de euros (bde) o el 71.7% del PIB), a la vez que la deuda general del gobierno (eso es, la deuda de los gobiernos centrales, locales y otros pasivos públicos) llega al 100% del PIB, comparado con 2007, la deuda total de los gobiernos del OCDE se ha incrementado en un 30% en relación con el PIB. El número de países de la OCDE con niveles de deuda mayores de 100% del PIB aumentará de tres veces antes de la crisis a ocho en la década siguiente, mientras se espera que el número de países con niveles de deuda mayores de 80% del PIB se duplicara (OECD 2010a).

Las condiciones de emisión de deuda empeoró para las tesorerías de los gobiernos en 2009, bajo la presión de financiar el rescate de los bancos que se acercaban a la insolvencia, además de los paquetes de estímulo económico que seguían. Los gobiernos

emitieron más deuda de lo normal de corto plazo (eso es, billetes de tesoro, o *T-bills*, cuyo vencimiento es menor de 12 meses, generalmente 3 meses) en comparación con deuda de mayor plazo (bonos de tesoro, o *T-bonds* cuyo vencimiento normalmente es de 10 años). La proporción de tenencia extranjera de los bonos de la deuda pública total también está en aumento.

La mayor dependencia en financiamiento de corto plazo y/o capital extranjero típicamente está visto por el mercado como un factor de mayor vulnerabilidad, porque expone a los gobiernos a mayores niveles de riesgo de mercado, a través de riesgos de tasas de interés o de tipo de cambio. Eso crea incentivos y oportunidades para más especulación relacionada a las emisiones de deuda soberana por parte de los mercados.

### ***Los lazos entre los pasivos de los gobiernos y de los bancos***

La crisis de 2008 y las subsecuentes intervenciones del gobierno que financian los contribuyentes en el sector bancario y asegurador, expuso el grado tan importante al que los pasivos y los riesgos de las finanzas públicas y los del sector bancario se han entrelazado. Los gobiernos otorgaron varias formas de apoyo directo a los banqueros y garantías sobre activos financieros y transacciones. Según el FMI (2011c), de los 1 722 mil millones de dólares (mmdd) de apoyo directo a la banca (inyecciones de capital y compras de activos), solamente se han recuperado 452 mmdd, con 1 270 mmdd todavía por rembolsar. Entre octubre de 2008 y diciembre de 2010, las garantías gubernamentales han sido otorgadas a más de 200 bancos con sede en 20 países de la OCDE, otorgando cerca de 1 bde— alrededor del 5% del PIB de los países involucrados. No hay planes para terminar estos esquemas de apoyo público en el futuro próximo.

Más allá de esas garantías explícitas en la forma de bonos, los gobiernos también proveen garantías “implícitas” dando soporte a la creencia del mercado de que los gobiernos rescataran al sector

bancario en el futuro si ello es necesario, como hicieron en 2008-2009. Una medida proxy de este apoyo gubernamental implícito a los grandes bancos es la brecha entre la “calificación sola” de las agencias calificadoras –la cual toma en cuenta los riesgos crediticios específicos del banco– y su “calificación todo incluido” –la cual incluye la posibilidad de apoyo gubernamental a la “calificación sola”. Si bien las calificaciones todo incluido de los grandes bancos han disminuido desde 2007, el análisis del BIS (2011a) encuentra que el declive hubiera sido mucho mayor si no fuera por el incremento del apoyo público implícito post crisis, demostrado por el hecho de que las calificaciones “solas” disminuyeron en proporción mayor que las calificaciones todo incluido. En el caso de US y el Reino Unido, las garantías implícitas gubernamentales aumentaron las calificaciones de bancos de esos países en uno o dos niveles en 2010. En el mismo sentido, los bancos alemanes, que actualmente cuentan con calificaciones de A+, caerían a BB+, la categoría de “bono chatarra” si no fuera por el respaldo implícito del gobierno alemán.

Eso demuestra que no solamente se ha incrementado el apoyo implícito del gobierno y por lo tanto de los contribuyentes, sino que se ha conferido en una condición *sine qua non* para un número importante de ellos. Tomando en cuenta que el apoyo público también se ha expandido de forma significativa para los bancos pequeños y medianos, se puede sostener legítimamente que el sector bancario como un todo está altamente subsidiado por los contribuyentes. Tal impresión encuentra más apoyo cuando se examinan las hojas de balance de varios gobiernos. En promedio, los pasivos contingentes –garantías implícitas y explícitas– a las cuales los gobiernos están expuestos y que están consideradas en sus calificaciones soberanas, entre el 20 y el 30% del PIB para las economías del OCDE. En Luxemburgo, China, Irlanda e Islandia esas equivalen a más del 50% del PIB.

### ***El círculo vicioso***

La situación se exagera para gobiernos que están atados a una unión monetaria, como es el caso de los países del Euro y están sujetos a los ataques especulativos de los mercados financieros. Los gobiernos pierden su capacidad para emitir deuda, pues ya no tienen el control exclusivo sobre su moneda y se vuelven rehenes de los cambios bruscos de los “sentimientos” del mercado, “apetito para el riesgo” y “rumores” que tienen efectos sobre el acceso de los gobiernos al financiamiento externo. Esto es particularmente problemático porque esas deudas están en posesión de grandes y concentradas instituciones bancarias por lo que, nuevamente, la crisis de la deuda soberana también lleva una crisis bancaria. La especulación destructiva se exagera por los CDS -incluyendo los swaps al descubierto- que permiten apuestas contra deuda soberana y bancos, lo está empeorando por los instrumentos opacos como los ETFs que están ligeramente regulados y son muy poco entendidos. Tales instrumentos y otras fuentes de especulación crean contagio y están empujando a países y bancos a crisis de liquidez que puede volverse en crisis de solvencia (De Grauwe 2011).

Lo que resulta de estos sucesos –el comportamiento especulativo como un blanco en movimiento que se adapta y se ajusta a cambios de mercados y regulaciones, la alza de conglomerados globales financieros que coexisten con la banca de sombra y, la creciente conexión entre gobierno y el financiamiento bancario– son una reacción en cadena en la secuencia de la crisis y la interacción entre especulación financiera y deuda soberana:

-Primer paso: Antes de la crisis y como resultado de años de desregulación y supervisión laxas, los gobiernos permitieron a los bancos crecer y diversificar sus actividades al punto que se habían vuelto demasiado grande para quebrar y para ser gobernados o supervisados de forma adecuada. Los gobiernos también permitieron que la banca de sombra, la infraestructura del mercado y los intercambios crecieran sin la supervisión apropiada;

- Segundo paso: la combinación de los dos –la creación de grandes conglomerados financieros y la desregulación de los mercados y los lugares de intercambio– alimentó nuevas formas de comportamiento especulativo, antes y después de la crisis.
- Tercer paso: La crisis financiera en 2008 provocó una recesión global económica y social. La respuesta de los gobiernos fue instrumentar programas de estímulo económico, los cuales fueron financiados con incrementos sin precedente de la deuda pública. Una transferencia masiva de deuda y, por lo tanto, de riesgos y pasivos de acreedores a gobiernos y contribuyentes. Entonces ocurrió: las pérdidas generadas por el sector bancario y conglomerados financieros globales en particular fueron asumidas mediante varios canales por gobiernos y contribuyentes –en fin, los ciudadanos;
- Cuarto paso: Debido al hecho que la transferencia no fue condicionada a grados aceptables de re-regulación o una reestructuración del sector financiero –no había condiciones asociadas con el rescate de los banqueros– el costo de la especulación financiera en efecto está siendo internalizado en las hojas de balanza de los gobiernos. Tal costo puede ser medido por el tamaño de los “pasivos contingentes”, los cuales se calculan por las agencias calificadoras por encima de sus deudas públicas y afectan negativamente sus calificaciones soberanas;
- Quinto paso: Las finanzas del gobierno y el financiamiento de los bancos privados se han vuelto altamente interconectadas. Conforme con el giro en las políticas gubernamentales hacia medidas de austeridad, la recuperación se ha vuelto cada vez mas frágil e incierta. Los ataques especulativos continúan debido al fracaso de los gobiernos de eliminar, mediante la regulación, los vehículos de especulación financiera que causó la crisis de 2007-2008 en primer lugar. Al mismo tiempo que las calificaciones soberanas han sido rebajadas país por país, la crisis se ha sido transformado en una crisis de deuda soberana y el altamente conectado sector bancario está sujeto a tensiones renovadas. Esto

agrega más presión sobre las hojas de balance de los gobiernos mediante los inflados pasivos contingentes.

### **¿Cuál respuesta regulatoria?**

En un mundo normado por un sistema internacional de gobierno eficiente y robusto, la inteligencia colectiva hubiera llevado a los gobiernos a cooperar en respuesta a la secuencia descrita de la crisis desde 2007. Ellos hubieron colectivizado los riesgos que cada uno enfrenta de forma individual y ellos hubieran acelerado las reformas financieras para reducir las fuentes de especulación financiera. Pero eso no fue lo que pasó.

### ***El plan de (in)acción del G20***

Como respuesta a la crisis financiera en 2008, los gobiernos crearon el foro del G20 a nivel de jefe de estados, el cual se reunió en Noviembre de 2008. Las “Recomendaciones para Fortalecer la Estabilidad Financiera” del G20 fueron adoptadas en Londres en abril de 2009 y son éstas las que empujan la agenda de las reforma regulatoria. En US, la crisis llevó a un proceso paralelo pero conectado de reforma regulatoria que culminó en la adopción de la Ley Dodd-Frank en julio de 2010.

Se ha aprendido mucho sobre las causas de la reciente crisis financiera y el papel de la especulación, sean éstas definidas de manera estrecha o amplia. De hecho, dentro del proceso de reforma del G20 y Dodd-Frank, una agenda de reforma financiera detallada y en algunas áreas con mayor fuerza se han desarrollado. Si bien el proceso de reforma (si llegase a instrumentarse) puede estabilizar y mantener el sistema financiero actual a flote –por lo menos por el momento– pero no hay ninguna intención de enfrentar las fuerzas especulativas que provocaron la crisis en 2007 y 2008.

Parte del problema es que la agenda del G20 y la implementación de Dodd-Frank han quedado empantanadas por los muy fuertes

esfuerzos de cabildeo por parte de los actores financieros y sus aliados en la política, o bien han tomado un segundo lugar en la administración inmediata de la crisis económica por parte del gobierno. Las reformas reales han sido instrumentadas de forma muy lenta, o han sido orilladas por completo. Las divisiones entre reguladores en Europa y en US también han contribuido a la lenta implementación de la reforma. La crisis financiera en si misma ha sido utilizada como un argumento para posponer reforma, bajo el argumento que empujaría un sistema financiero vulnerable más allá hacia el precipicio.

Con la evolución del proceso del G20 el nivel de ambición ha disminuido. La cumbre de Londres de abril de 2009 puede ser recordada como un momento histórico con gran potencial que fue posteriormente desperdiciado. Especialmente cuando en la reunión de Toronto de junio de 2010, los líderes del G20 dieron un giro hacia medidas de austeridad mientras rechazaron cualquier reforma audaz del sistema financiero. Como resultado, hay muy poco que emana de cuerpos oficiales que tiene la posibilidad de reducir la especulación en un futuro próximo, al menos que haya cambios políticos importantes.

Las principales iniciativas que fueron tomadas en US y Europa, las regiones más afectadas por la crisis financiera, en respuesta al Plan de Acción del G20 fueron las siguientes:

- En US, las reformas financieras fueron promulgadas en un acto legislativo, la Ley Dodd-Frank en julio de 2010. Pero la promulgación de la ley en sí dejó abiertos aspectos claves de la formación de reglas e instrumentación, mismos que serán determinados mediante un proceso complejo de formulación de reglas durante varios años. En papel, la ley Dodd-Frank supera lo que está siendo propuesto en Europa en muchos aspectos, pero actualmente la instrumentación de sus disposiciones está estancada y subvertida por fuerzas políticas y el cabildeo financiero en US.

- Europa no tiene un equivalente a Dodd-Frank. Aquí el proceso de reforma está tomando lugar mediante canales separados.<sup>2</sup> A diferencia de US, algunas iniciativas de reforma siguen pendientes. Por el lado positivo, varios de ellas pasarán como “regulaciones” y no como “directivas”, lo que significa que, una vez acordadas, su instrumentación debe ser más rápida y dejar menos espacio para las excepciones nacionales.

### **Regulación de los derivados OTC**

En septiembre de 2009 en Pittsburgh, los líderes del G20 hicieron tres compromisos fundamentales en relación a los mercados de derivados OTC:<sup>3</sup>

Todo contrato estandarizado de derivados OTC debe ser comercializado en intercambios o plataformas de intercambio electrónicas, y liquidados mediante “contrapartidas centrales” (CCPs) a finales de 2012 a más tardar.

Los CCPs deben incrementar la seguridad contra el riesgo de no pago de las contrapartidas (el riesgo que el actor al otro lado del intercambio no cumpla con sus obligaciones);

Los Contratos de derivados OTC deben ser registrados con depósitos de intercambio; contratos no estandarizados, que no son centralmente liquidados debe estar sujetos a mayor requerimiento de capital.

Las directrices y las regulaciones de la Unión Europea son en un sentido amplio similares a la ley Dodd-Frank en sus requeri-

---

<sup>2</sup> Las iniciativas de la Unión Europea incluyen:

-La evaluación constante de los mercados en la Directiva de Instrumentos Financieros, incluyendo aspectos de transparencia, rendición de cuentas a reguladores en cuanto a intercambios de derivados, e incentivos para operar en mercados organizados.

- Una propuesta de Regulación de la Infraestructura del Mercado Europea, abriendo intercambios de derivados OTC mediante CCPs y su registro ante autoridades.

- Una propuesta sobre la regulación de las ventas en corto y ciertos aspectos de CDSs

- La revisión de la Directiva de Abuso del Mercado que fortalece los reguladores nacionales para fijar límites de posiciones y para crear categorías de especuladores en el mercado de derivados de las materias primas.

- La cuarta revisión de la Directiva de Requerimientos de Capital, incluyendo nuevos requerimientos de transacciones OTC o las que no son liquidadas por el CCP.

<sup>3</sup> Tales compromisos resultaron en 21 recomendaciones del FSB en Octubre de 2009. (FSB 2009a).

mientos. Sin embargo, como se señaló antes, la Ley todavía no ha sido instrumentada por las autoridades regulatorias. En un informe sobre los mercados de OTC, publicado en abril de 2011, el FSB concluyó que “muchas jurisdicciones todavía no han tomado decisiones claves” en relación con las regulaciones de derivados OTC y que, entre los que han tomado acción, “ las diferencias en acercamientos están apareciendo”. De hecho una divergencia importante existe entre los UE y los US en cuanto a la liquidación CCP y requerimiento de capital.

El plan de acción del G20 no va mucho más allá del registro y la liquidación de derivados OTC. En particular, la restricción de intercambios mediante límites de posiciones y prohibiciones de ventas en corto no forma parte del programa del G20. En Europa, por otro lado, la Comisión Europea ha circulado una propuesta de regulación para restringir la venta en corto de CDS, incluyendo la restricción de CDS soberanos en tiempos de estrés en los mercados. Actualmente en la UE, cada autoridad nacional tiene sus propias reglas y poderes en relación con ventas en corto. En agosto de 2011 varias autoridades del continente europeo aplicaron restricciones sobre las ventas en corto –medidas que fueron en gran parte simbólicas, puesto que no podían extenderse a los intercambios transfronterizos en jurisdicciones donde no se prohíben tales prácticas. Al mismo tiempo que el Parlamento Europeo ha adoptado una bienvenida y agresiva posición contra las ventas en corto, el Consejo Europeo actualmente apoya una versión descolorida de la propuesta de la Comisión Europea (CE).

### **Impuestos sobre transacciones financieras**

Imponer impuestos sobre las transacciones financieras es una forma directa de reducir los intercambios especulativos (y recaudar ingresos). A pesar del apoyo a la propuesta de un número creciente de países del G20, agencias de la Organización de las Naciones Unidas (ONU) y el giro tardío en la posición del FMI, de crear un impuesto a transacciones financieras (FTT, por sus siglas

en inglés) no ha sido enfrentado por el G20 ni el FSB. Pero a nivel europeo, hay una fuerte posibilidad que el FTT avance y ello podría tener algún impacto sobre la especulación en el mercado. El cambio reciente en la posición de la Comisión Europea en cuanto al FTT –ahora situado entre sus apoyos más fuertes– es bienvenido. La CE sugería, para la eurozona, un impuesto de 0.1% sobre el intercambio de acciones y bonos y 0.01% sobre derivados. El bajo porcentaje sobre derivados sugiere que la CE se está inclinando por un acercamiento a generar ingresos con un impacto mínimo sobre los volúmenes de intercambio.

### ***Las agencias calificadoras***

La ley Dodd-Frank fortalece los requerimientos de contabilidad y transparencia para las diez “Organizaciones de Calificación Estadística Nacionalmente Reconocidas (NRSROs por sus siglas en inglés) actualmente registradas. Las disposiciones incluyen reglas para evitar los conflictos de interés y que los emisores de productos estructurados escojan sus agencias calificadoras mediante un proceso al azar. La transparencia de las metodologías empleadas para los requerimientos de calificación y reporte también se fortalecen bajo la jurisdicción de la Comisión del Mercado de Valores (SEC, por sus siglas en inglés). Además, en principio, la ley facilita la acción legal contra las CRAs. La disposición de la ley Dodd-Frank asigna la tarea a la SEC de crear un consejo de monitoreo de calificaciones conformado en su mayoría por representantes de inversionistas. Este consejo escogerá una agencia calificadora para llevar a cabo la evaluación inicial de cada nueva serie de productos de finanzas estructuradas. Los emisores de títulos no podrán participar en la asignación de calificadores y las asignaciones se basarán en una evaluación de la precisión de calificaciones con el paso del tiempo. Además, bajo esta visión, la SEC tendrá una Oficina de Calificaciones Crediticias. Con la autoridad de escribir reglas e imponer multas.

Inversionistas ahora podrán recuperarse por daños a través de acciones privadas anti fraude que se llevarán a cabo contra las agencias calificadoras por negligencia dolosa en la calificación (Véase Epstein and Pollin, 2011). Sin embargo, no está claro que esta disposición de la ley Dodd-Frank será instrumentada dado que, en un intento de sepultarla, los cabildeos financieros lograron someterla primero a un estudio y posible alteración antes de su instrumentación.

En Europa, nuevas regulaciones de la Unión Europea sobre CRA entraron en vigor en 2011 y en términos generales siguen los lineamientos de la ley Dodd-Frank aunque hay divergencias en algunos aspectos como la reducción de la dependencia de los CRAs. Por bienvenidas que sean, hay pocas dudas de que el oligopolio conformado por las tres mayores CRAs, las cuales controlan alrededor del 90% del mercado global, serán solo parcialmente afectadas por esas reformas.

### **Lidiar con los conglomerados financieros globales**

Lo que hay que hacer con los bancos demasiado grandes para quebrar (TBTF) ha sido un asunto político central desde la primera cumbre de la crisis en 2008. Se está trabajando en reforzar “la autoridad de liquidación” lo cual permitiría a las autoridades nombradas por el gobierno tomar el control de forma anticipada de un banco TBTF que ya no es viable, con el fin de prevenir un rescate costoso y los efectos de contagio en el sistema financiero. Sin embargo, la cuestión central acerca de la mera existencia de bancos TBTF, es si ésta es deseable, y ha sido paulatinamente eliminada de los procesos del FSB y en el G20.

En abril de 2010, el FSB recomendó que los miembros consideren la imposición de límites sobre la complejidad y tamaño de grupos financieros. Pero esos límites no han sido instrumentados. En Basilea II y las regulaciones similares sobre capital en US, las normas requieren mayores requerimientos de capital para organizaciones financieras grandes y complejas, pero los críticos

preguntan si mayores estándares de capital serán suficientes para disuadir actividades peligrosas.

### ***Limites sobre tamaño y complejidad***

En adición a los requerimientos de capital, hay una mezcla de otras regulaciones, particularmente entre la ley Dodd-Frank, para lidiar con los comportamientos riesgosos y especulativos, éstas incluyen: la regla Volcker para limitar la especulación propia de los bancos y la inversión de bancos en fondos de cobertura y de las firmas de valores privados; límites sobre tenencias compartidas de deuda entre instituciones financieras; y la designación de instituciones financieramente importantes que obligaría a las instituciones a una regulación más estricta y limitaciones posibles sobre actividades especulativas y riesgosas. (Epstein and Pollin, 2011; D’Arista and Epstein, 2011).

No hay equivalente a la regla Volcker en Europa. De hecho, a nivel de la UE no hay ninguna regulación que requiera o incluso aliente la segregación de la banca de inversión de la banca minorista. Tampoco hay planes para adoptar reglas en las que la liquidación de entidades y asistencia pública específicamente excluya el intercambio de derivados, o por lo menos lo restrinja severamente. En todo caso, algunos países miembros están avanzando. En el Reino Unido, la comisión Vickers ha dado a conocer propuestas para contener las operaciones de la banca de inversión mediante juntas directivas separadas y mayores proporciones de capital a los previstos por el FSB para bancos TBTF. Pero ambos tipos de actividades podrían existir dentro del mismo conglomerado financiero, así que no está nada claro que el establecimiento de divisiones enfrente la problemática de TBTF. ¿Realmente sería menos probable que el gobierno rescatara un banco de inversión si estuviera estrechamente ligado a los mercados de divisas y derivados –con todos los riesgos sistémicos involucrados– aún si no estuviera estrechamente ligado a su propio banco minorista?

### ***Impuestos sobre las hojas de balance de los bancos***

Otra idea que no ha progreso desde tempranas etapas del proceso del G20 es la de impuestos específicos sobre las hojas de balance de los grupos TBTF. En abril de 2010 el FMI propuso la creación de una Contribución para la Estabilidad Financiera (FSC, por sus siglas en inglés), la cual se aplicaría a los pasivos en las hojas de balance de las grandes instituciones financieras (o por lo menos bancos grandes y tal vez grupos aseguradoras también) y sería calibrado de acuerdo al grado de riesgo de sus pasivos. Tal FSC, según el argumento del FMI, podría ayudar a reducir el apalancamiento entre grupos y el perfil de riesgo. Pero eso ahora ha sido descartado. La propuesta del presidente Obama de una cuota de Responsabilidad de la Crisis Financiera (FCR) se hizo en enero de 2010, pero fue omitida de la ley Dodd-Frank.

### ***El gobierno corporativo de los bancos***

A pesar del hecho que la crisis expuso grandes fallas en la gobernanza de grandes bancos, particularmente en la incompetencia e irresponsabilidad de muchas juntas directivas en el monitoreo y evaluación de administración de riesgo a nivel de los grupos (OCDE, 2010b), se ha hecho muy poco o nada a nivel nacional. La Comisión Europea ha lanzado una consulta amplia acerca del papel de los inversionistas institucionales y sobre la administración de riesgo por parte de bancos, pero hasta la fecha no se prevé ninguna reforma regulatoria tangible. Sin embargo, la ley Dodd-Frank establece nuevos requerimientos de la rendición de cuentas sobre la compensación de los CEO (sobre la base de una proporción a la compensación del trabajador promedio) y la SEC está considerando facilitar el accesos de los accionistas a las Juntas Generales Anuales de los accionistas, una reforma que se ha hecho esperar mucho para promover el activismo responsable de los accionistas en US.

## **Conclusiones y recomendaciones**

La especulación financiera, particularmente en su sentido más amplio, contribuyó a la crisis económica al inflar masivas burbujas de activos y al crear una red enorme de apalancamiento e interconexiones complejas y opacas entre instituciones financieras que se deshicieron en forma no predecible cuando reventó la burbuja. Mas aún, la especulación ha sido un acelerador de la crisis desde entonces, con la persistencia de la banca de sombra y los grandes conglomerados financieros. La especulación financiera es un blanco en movimiento. Se reinventa a si misma. Retoma formas múltiples y se ajusta instantáneamente a los movimientos del mercado y a cambios en la regulación.

Es claro que la salida de la crisis requerirá políticas mucho más amplias y un cambio de paradigma en la forma en que las políticas económicas y la regulación financiera son concebidas. Se requerirá de sistemas de gobierno internacional más robustos y eficientes que ayuden a colectivizar y mitigar efectivamente los riesgos sistémicos que actualmente están vigentes, sobre todo en Europa. Dentro de ese contexto el interés de este trabajo está en el tipo de políticas y reformas regulatorias que serían necesarios para reducir la especulación y su impacto; limitar las fuerzas financieras que están empujando a nuestras economías hacia crisis destructivas. Para que la reforma financiera encare el problema de la especulación en sus formas estrechas y amplias, por lo que se sugiere una respuesta en tres partes para:

***Limitar las apuestas desestabilizadoras de corto plazo hechas por especuladores que trastornan el funcionamiento de los mercados financieros, y amenazan con empujar a los actores financieros y otras instituciones a otra crisis de liquidez o solvencia***

Las reformas regulatorias claves incluirán:

- La creación de un impuesto financiero que no esté lejos de minimizar los intercambios especulativos de corto plazo, incluyendo los intercambios de alta frecuencias;
- Requerir que todas formas de especulación mediante derivados se trasladen a intercambios organizados; a la vez, los impuestos y las reglas prudenciales que se aplican al resto del mercado OTC deben estar fijadas a niveles prohibitivos.
- Imponer restricciones sobre estrategias especulativas, incluyendo una prohibición de ventas en corto.

***Limitar el riesgo destructivo que toman las grandes firmas financieras que las expone al riesgo, mediante su alto grado de apalancamiento y conexiones con otros sectores e instituciones de la economía y que pone a toda la economía en riesgo.***

Esto lleva a situaciones destructivas en las cuales los contribuyentes están obligados a rescatar a sus bancos, o tomar el riesgo de que las insolvencias bancarias lleven a una crisis económica más amplia que les cueste sus empleos y ahorros. Los principales reformas regulatorias incluirán:

- La división de grandes conglomerados financieros mediante la separación de las actividades de la banca comercial y de inversión –el regreso a una versión modernizada al régimen de la vigencia de la ley Glass-Steagall– a través de estrictas reglas de competencia para que ninguna firma financiera pueda crear situaciones oligopólicas. Como medida transitoria, la plena nacionalización de los grandes conglomerados financieros puede ser una forma eficiente de reestructurar el sector financiero;
- Reformar la gobernanza corporativa de la banca para que la administración de riesgo y la compensación, se alinean con los intereses de la estabilidad financiera de largo plazo y reequilibrar los intereses de los accionistas a favor de un mayor protección de acreedores y trabajadores en la firma.
- Prevenir derrames de los sistemas de la banca de sombra sobre la banca normal, al ahorcar al primero mediante regulaciones como

(i) reglas prudenciales prohibitivas y regímenes impositivos sobre la especulación fuera de balanza con activos respaldados por títulos (como CDOs); (ii) el alineamiento de los fondos de cobertura, los ETF y otras agrupaciones privadas de capital con la regulación estándar de administración de activos; y (iii) la extensión de la actual cooperación internacional sobre los paraísos fiscales más allá de temas de evasión fiscal hacia temas de arbitraje regulatorio;

- Proceder a una desaparición paulatina de las garantías gubernamentales que actualmente benefician al sector bancario al crear –o al expandir– esquemas financiados por la industria que podrían ser financiados por la contribución a la estabilidad financiera (FSC, por sus siglas en inglés) propuesta por el FMI y un impuesto sobre la actividad financiera (FAT, por sus siglas en inglés)
- Obligar a las agencias calificadoras a ajustar sus modelos de negocios a uno en que el inversionista paga, el cual podría lograrse mediante la agrupación de cuotas de inversionistas en un fondo único por industria, aumentar su exposición legal, desarrollando competencia mediante la creación de agencias públicas, y reducir la dependencia de los CRAs de los regímenes bancarios y de prudencia financiera.

Y, tal vez, lo más difícil de todo, se tiene que tomar acciones para:

***Reorientar las instituciones y mercados financieros para alejarlos de actividades riesgosas y destructivas hacia las que contribuyen a la inversión en tecnologías, que aumentan la productividad, hacia aquellas que proveen empleos bien pagados y valiosos, y proveen facilidades de capital y seguros para mejorar las operaciones de la economía para la gente.***

Es claro que ningún listado de reformas regulatorias específicas satisface este objetivo amplio porque implica nada menos que

echar en reversa la balanza de poder entre los gobiernos democráticamente elegidos y los mercados financieros. Las áreas de acción política incluirían:

- Diversificar el sector financiero mediante una oferta más amplia de instituciones financieras públicas y cooperativas que puede proveer actividades financieras socialmente productivas. Un componente difícil de esta renovación será el establecimiento de un marco institucional para prevenir que tales instituciones se dediquen a los mismos tipos de especulación, y en algunos casos, prácticas corruptas que han sido tan destructivas en el sector privado. En cuanto a los flujos transfronterizos, la introducción o reforzamiento de controles de capitales deben ser considerados;

- Diseñar mecanismos, incluso mediante los impuestos progresivos, para alinear mejor el pago a los acreedores con sus contribuciones a la sociedad: particularmente en US, pero también en otros países, la compensación de los actores financieros es mucho más alta que la de otras profesiones y no está alineado con los riesgos sociales y costos que las finanzas imponen sobre el resto de la sociedad (Crotty, 2011);

- Proteger los procesos de reforma financiera de la captura regulatoria. Las reformas de regulación financieras tienen que involucrar a la ciudadanía y no deben dejarse a los tecnócratas o a la elite política, que están bajo la influencia de los banqueros y sus especuladores. Hay una necesidad entre las economías del G20 de reformar el financiamiento de los partidos políticos para proteger los sistemas democráticos contra los intereses del sector financiero. Una voz más fuerte de la sociedad civil en las políticas de las instituciones financieras privadas incrementaría el peso de los intereses de la población en el sector financiero;

- Cambiar las medidas del crecimiento. Más allá de las medidas tradicionales de PIB necesitamos un nuevo indicador de crecimiento que tome en cuenta factores sociales y de inequidad. Para Stiglitz, Sen y Fitoussi “parte de la razón de por qué la crisis agarró a muchos por sorpresa fue porque los sistemas de

‘medición’ que usamos para evaluar y monitorear el desempeño fallaron”. (Fitoussi et. al 2009)

La agenda de reforma que está bajo debate y en alguna medida está siendo instrumentada en US y Europa confronta los primeros dos elementos: limitar la especulación destructiva y reducir los riesgos asociados con los bancos TBTF. Sin embargo, como se ha examinado, la agenda de reforma en esos aspectos se está moviendo muy lentamente o incluso se ha estancado por completo. Pero aún peor, no ha habido ningún esfuerzo para enfrentar el mayor problema: ¿A qué grado realmente está sirviendo el sector financiero a las necesidades de la democracia, o a las familias de trabajadores, de empresas productivas y gobiernos?, y ¿cómo tiene que reestructurarse el sector financiero? Ya es hora de poner en centro del debate político los temas de gobernanza y reestructuración financiera, al mismo tiempo que hay que redoblar esfuerzos para lograr una instrumentación rigurosa de la ley Dodd-Frank y la agenda de reforma financiera del G20.

## Referencias

- BIS 2010a “Triennial and semiannual surveys – Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at end-June 2010”, Monetary and Economic Department, BIS, noviembre de 2010 [http://www.bis.org/publ/otc\\_hy1011.pdf](http://www.bis.org/publ/otc_hy1011.pdf)
- BIS 2010b “Triennial Central Bank Survey - Report on global foreign exchange market activity in 2010”, Monetary and Economic Department, BIS, diciembre de 2010
- <http://www.bis.org/publ/rpfxfl0t.pdf>
- BIS 2011a “International banking and financial market developments”, BIS Quarterly Review, junio de 2011 [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1106.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1106.pdf)
- BIS 2011b “The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions” Paper No 43, Committee on the Global Financial System, BIS, julio de 2011 <http://www.bis.org/publ/cgfs44.pdf>

- BIS 2011c “Market Structures and Systemic Risks of Exchange Traded Funds, BIS Paper No. 343. Abril de 2011  
<http://www.bis.org/publ/work343.pdf>
- Blommestein et. al. 2010 OECD 2010a “Debt Markets: Policy Challenges in the Post-Crisis Landscape”, Hans J. Blommestein (OECD), Vincenzo Guzzo (IMF), Allison Holland (IMF) and Yibin Mu (WBG), OECD Journal: Financial Market Trends, Vol 2010 – número 1, junio de 2010  
<http://www.oecd.org/dataoecd/10/41/45988118.pdf>
- Blommestein et. al. 2011 “Outlook of the Securitisation Market”, Blommestein, Keskinler & Lucas, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol 2010 – número 1, junio de 2011  
<http://www.oecd.org/dataoecd/36/44/48620405.pdf>
- Blundell-Wignall & Atkinson 2011 “Global SIFIs, Derivatives and Financial Stability”, Adrian Blundell-Wignall & Paul Atkinson, OECD Journal - Financial Market Trends, Volume 2011 número 1, OECD, enero 2011  
<http://www.oecd.org/dataoecd/62/10/48299884.pdf>
- Blundell-Wignall, et. al. 2009 “The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do”, Adrian Blundell-Wignall, Gert Wehinger and Patrick Slovik, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol 2009 – número 2, diciembre de 2009.  
<http://www.oecd.org/dataoecd/13/8/44357464.pdf>
- Crotty, 2011. The Bonus-Driven “Rainmaker” Financial Firm: How These Firms Enrich Top Employees, Destroy Shareholder Value and Create Systemic Financial Instability (revised)” Political Economy Research Institute (PERI)  
[http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_201-250/WP209\\_revised3.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_201-250/WP209_revised3.pdf)
- Crotty & Epstein 2009. “A Financial Precautionary Principle: New Rules for Financial Product Safety” James Crotty and Gerald Epstein  
[http://www.wallstreetwatch.org/working\\_papers/workingpaper1.pdf](http://www.wallstreetwatch.org/working_papers/workingpaper1.pdf)
- D’Arista & Epstein. 2011. “Dodd-Frank and the Regulation of Dangerous Interconnectedness”, The Future of Financial Reform; Will it Work? How Will We Know? New York: Roosevelt Institute.  
[http://www.rooseveltinstitute.org/sites/all/files/Will\\_It\\_Work\\_Financial\\_Interconnection.pdf](http://www.rooseveltinstitute.org/sites/all/files/Will_It_Work_Financial_Interconnection.pdf)
- De Grauwe 2011 “The Governance of a Fragile Eurozone”, Paul de Grauwe, Working Paper, University of Leuven and CEPS, Abril de

2011

[http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion\\_papers/Governance-fragile-eurozone\\_s.pdf](http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion_papers/Governance-fragile-eurozone_s.pdf)

- Epstein & Pollin, 2011. “Regulating Wall Street: Exploring the Political Economy of the Possible”, Political Economy Research Institute (PERI)  
[http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_251-300/WP256.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_251-300/WP256.pdf)
- Fitoussi et. al 2009 “Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress” Joseph E. Stiglitz, Amartya Sen, Jean-Paul Fitoussi, Septiembre de 2009  
[http://www.stiglitz-sen-fitoussi.fr/documents/rapport\\_anglais.pdf](http://www.stiglitz-sen-fitoussi.fr/documents/rapport_anglais.pdf)
- ETUI, ITUC & TUAC 2011 “Exiting from the crisis: towards a model of more equitable and sustainable growth”, editado por David Coats, ETUI, ITUC & TUAC <http://exitingthecrisis.org>
- FSB 2011a “Shadow Banking: Scoping the Issues”, A Background Note of the Financial Stability Board, 12 de abril de 2011  
[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_110412a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412a.pdf)
- FSB 2011b “Potential Financial Stability Issues Arising From Recent Trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)”, Financial Stability Board, Abril de 2011.  
[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_110412b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412b.pdf)
- Global Unions 2010 “Take action on jobs to sustain the recovery - Global unions' statement to the G8/G20 Ontario Summits Canada”, Global Unions, ITUC, TUAC, junio de 2010  
[http://www.tuac.org/en/public/edocs/00/00/07/25/document\\_doc.phtml](http://www.tuac.org/en/public/edocs/00/00/07/25/document_doc.phtml)
- IMF 2010a “Fiscal Exit: From Strategy to Implementation”, Fiscal Monitor, World economic and financial surveys, Noviembre de 2010  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2010/fm1002.pdf>
- IMF 2011a Global Financial Stability Report, Septiembre de 2011  
<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2011/02/index.htm>
- IMF 2011b “The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve” Iñaki Otter-Robe, Aditya Narain, Anna Ilyina, and Jay Surti, IMF Staff Discussion Note, mayo de 27 de 2011  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1112.pdf>

- IMF 2011c “Addressing Fiscal Challenges to reduce Economic Risks”, Fiscal Monitor, World economic and financial surveys, septiembre de 2011  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2011/02/pdf/fm1102.pdf>
- IOSCO 2011 “Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency”, Consultation Report, IOSCO, julio de 2011  
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD354.pdf>
- Johnson 2011 “The Ruinous Fiscal Impact Of Big Banks” The Baseline Scenario, 3 de febrero de 2011
- <http://baselinescenario.com/2011/02/03/the-ruinous-fiscal-impact-of-big-banks/>
- Keynes 1936 “*The General Theory of Employment, Interest and Money*”, John Maynard Keynes, London: Macmillan, 1936
- Kim & Schich 2011 “Guarantee Arrangements for Financial Promises: How Widely Should the Safety Net be Cast?”, Sebastian Schich & Byoung-Hwan Kim, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol 2011 – número 1, enero de 2011  
<http://www.oecd.org/dataoecd/42/49/48297609.pdf>
- King & Rime 2010 “The \$4 trillion question: what explains FX growth since the 2007 survey?” Michael King & Dagfinn Rime, BIS Quarterly Review, BIS, diciembre de 2010  
[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1012e.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1012e.pdf)
- Kumhof & Rancière 2010 “Inequality, Leverage and Crises”, Michael Kumhof and Romain Rancière, IMF Working Paper WP/10/268, Noviembre de 2010  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10268.pdf>
- OECD 2010a “Economic Outlook n°88”, Volume 2010/2, OECD, November 2010  
<http://www.oecd.org/dataoecd/63/57/46435606.pdf>
- OECD 2010b “Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles”, Directorate for Financial and Enterprise Affairs, OECD Steering Group on Corporate Governance, OECD, Febrero de 2010  
<http://www.oecd.org/dataoecd/53/62/44679170.pdf>
- OECD 2011a “Bank competition and financial stability”, OECD, agosto de 2011
- <http://www.oecd.org/dataoecd/14/49/48501035.pdf>

- Pozsar Zoltan 2011 “Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System”. IMF Working Paper, WP/11/90. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11190.pdf>
- Pozsar, Zoltan. Tobias Adrian Adam Ashcraft Hayley Boesky. 2010. Shadow Banking. Staff Report no. 458, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report. Julio de 2010 [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr458.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.pdf)
- Schulmeister 2011 “Implementation of a General Financial Transactions Tax”, Stephan Schulmeister, Austrian Institute of Economic Research (WIFO), June 2011 [http://www.wifo.ac.at/wwa/jsp/index.jsp?fid=23923&id=41992&typeid=8&display\\_mode=2](http://www.wifo.ac.at/wwa/jsp/index.jsp?fid=23923&id=41992&typeid=8&display_mode=2)
- White 2010 “The Credit Rating Agencies”, Lawrence White, Journal of Economic Perspectives - Vol 24, número 2 – primavera de 2010 – pp. 211 – 226.

Recibido 8/febrero/ 2012

Aprobado 28/marzo/2012