

# Reflexiones sobre la Crisis Financiera Internacional

Manuel Monteagudo Valdez\*

*«El autor expone, primero, los orígenes de la Crisis Financiera Internacional de hoy, especialmente el problema de la interconexión entre intermediarios financieros no regulados y regulados para luego reflexionar sobre las respuestas a la crisis tanto domésticas e internacionales, proponiendo, finalmente, la necesidad de establecer reglas formales internacionales en materia bancaria y financiera.»*

## Introducción

El mundo una vez más enfrenta una crisis financiera de escala global, que tiene su origen aparente en un lugar y sector específicos y que con una rapidez inusitada se expande por los continentes, llegando a poner en riesgo la estabilidad de todo el sistema financiero internacional y el crecimiento económico mundial de los próximos años. Hoy mismo, se están llevando a cabo cerca de 75 procesos de insolvencia o reorganización de instituciones multinacionales,<sup>1</sup> la mayoría de países industrializados han puesto en marcha impensables programas de rescate y de garantías de sus industrias bancarias y financieras y desde los últimos meses países como Islandia, Hungría, Bielorrusia, Mongolia, Rumania, Armenia han recurrido al Fondo Monetario Internacional (FMI), para obtener su apoyo financiero mediante acuerdos Stand – by.<sup>2</sup> A esto último se suma, entre diversas iniciativas, la aprobación de una Línea de Crédito Flexible del FMI, anunciada luego de la reunión del Grupo de los Veinte (G-20) de 2 de Abril último, en favor de países que manteniendo una economía estable y sana se han visto súbitamente comprometidos en problemas de balanza de pagos, generados por la interrupción de ingresos de

capitales externos. Y Méjico acaba de recibir un apoyo de este novísimo servicio financiero por 47 mil millones de dólares<sup>3</sup>.

Naturalmente se han hecho numerosas referencias y comparaciones con episodios anteriores, siendo el referente más paradigmático la crisis de 1929. Pero no tenemos que retroceder tanto para evocar crisis con efectos en cadena, ocurridos en plena era de la globalización. Basta recordar la crisis de la deuda externa de los años ochenta que también puso en riesgo el sistema internacional de pagos, cuando los principales bancos americanos habían expuesto más del doscientos por ciento de su capital en préstamos a gobiernos del tercer mundo que se declaraban sucesivamente en moratoria. La respuesta fue inmediata de parte de las organizaciones internacionales y los países industrializados, no solamente para aliviar el servicio de la deuda externa del tercer mundo sino también para proteger la estabilidad de la industria bancaria internacional<sup>4</sup>. Por ejemplo, por esos años el Congreso Americano aprobó en 1983 una nueva legislación sobre el financiamiento internacional de sus bancos (the International Lending Supervisión Act, ILSA)<sup>5</sup>. Hoy el problema vuelve a situarse en los activos de la banca

\* Doctor en Derecho de la Universidad de París I, Panthéon – Sorbonne, LLM de la Universidad de Houston, Abogado de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Profesor ordinario de la PUCP de Derecho Internacional Económico y Gerente Jurídico del Banco Central de Reserva del Perú. El presente artículo representa únicamente la opinión de M. Monteagudo.

1 Antonio Sáinz de Vicuña, «International Bankruptcy of Banking Groups. A European Perspective» París, 20 de Marzo de 2009 (presentación en la reunión del Comité Monetario de la Asociación de Derecho Internacional, MOCOMILA).

2 Ver información sobre la crisis financiera en el portal internet del FMI. En particular Camilla Andersen, EUROPE AND THE FINANCIAL CRISIS, IMF Helping Counter Crisis Fallout in Emerging Europe, IMF Survey online (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/INT011409A.htm>) y Notas de prensa actualizadas.

3 IMF Executive Board Approves US\$47 Billion Arrangement for Mexico Under the Flexible Credit Line. Press Release No. 09/130. April 17, 2009. (<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr09130.htm>)

4 Como lo hizo saber el FMI en Reporte Anual de 1989, el problema de la deuda puso en un riesgo tangible al sistema internacional de pagos. Reporte anual del FMI de 1989, p. 23. Ver también, MONTEAGUDO M., *The debt problem - the Baker plan and the Brady Initiative: A Latin American Perspective*, 28 *International Lawyer*, Spring 1994, p. 61. La versión original fué publicada en *La dette extérieure, The external debt* (1995), Académie de Relations Internationales et de Droit International de la Haye (édition de Carreau y Shavy).

5 12 U.S.C.A. SS 3901-3912 (1983).

internacional, pero a diferencia de deudores soberanos del tercer mundo, las *malas* colocaciones provienen de particulares y son más bien los gobiernos del primer mundo los que salen a garantizar las obligaciones nacionales e internacionales de su industria bancaria privada.

En realidad, la industria bancaria mundial durante los últimos treinta años ha experimentado un proceso de armonización legislativa y estandarización, a través de las recomendaciones del Comité de Basilea sobre supervisión bancaria, acompañando la apertura económica, la libre circulación de capitales y la integración tecnológica; pero sin que para ello se haya suscrito un tratado multilateral. Durante todos estos años se han preferido las recomendaciones, las leyes modelo y las visitas técnicas de organizaciones internacionales como el FMI, el Banco Mundial y el Bank for International Settlements (BIS) para establecer «principios» comunes que regulen el sistema financiero internacional. No hablamos por cierto de los principios de derecho internacional, que constituyen una de las expresiones más sólidas del *estado de derecho internacional*, sino lo que la doctrina del Derecho Internacional Económico denomina *soft law*, esto es la *norma* o estándar que no resulta jurídicamente vinculante, pero que a la postre puede resultar tan o más eficaz que la propia norma jurídica, sea por las calificaciones de riesgo que puede recibir un país o por el acceso de servicios financieros de organizaciones internacionales<sup>6</sup>.

Esta construcción jurídica y meta-jurídica, sin embargo, no ha resistido los embates de la actual crisis financiera y la mejor prueba es que ya se vienen planteando diversas propuestas de modificación de los propios estándares y de algunos instrumentos internacionales, como el Acuerdo Constitutivo del FMI. Todo ello debe ser materia de un estudio profundo y un amplio debate académico, a la luz de las experiencias pasadas y teniendo en cuenta un adecuado enfoque pluridisciplinario. A continuación y a título evidentemente preliminar, exponemos en cinco secciones algunas reflexiones sobre el origen de la crisis financiera, con un especial énfasis en el problema de la *interconexión* entre intermediarios financieros no regulados e intermediarios regulados y hacemos una breve reseña del objetivo de las respuestas que se han dado tanto a nivel doméstico (Estados Unidos y Europa), como internacional. Si bien, en nuestro concepto, la actual crisis financiera internacional no implicará un cambio sustancial en

el proyecto de libre comercio mundial inaugurado con los acuerdos de Bretón Woods (1944),<sup>7</sup> sí podría estar frente a la oportunidad de una verdadera reforma del sistema financiero internacional, en el terreno jurídico e institucional, a fin de dar los primeros pasos hacia un sistema multilateral.

## 1. Origen

Aun cuando la crisis se incubaba mucho antes, sus primeras manifestaciones externas se revelan el segundo trimestre de 2007 cuando entidades estructuradoras de préstamos hipotecarios *subprime* se declaran en quiebra en Estados Unidos, en un contexto en que muchos bancos habían invertido recursos en esos mismos productos estructurados. Bear Stearns, uno de los bancos de inversión más importantes de Estados Unidos anuncia que recuperará muy poco o casi nada de los recursos invertidos en dos de sus fondos de cobertura, luego de que sus bancos competidores les negaran toda posibilidad de ayuda financiera<sup>8</sup>.

Progresivamente, numerosas instituciones bancarias que operan en los mercados internacionales se ven envueltas –directa o indirectamente– en el deterioro de las inversiones de productos hipotecarios estructurados, afectando severamente su capacidad para honrar sus propias obligaciones con ahorristas y acreedores en general (este será el caso de instituciones como el Banco Northern Rock en Inglaterra, el UBS en Suiza y el Citigroup y Merrill Lynch en Estados Unidos). Y a pesar de la masiva reacción de los bancos centrales del primer mundo, para dotar de liquidez a los sistemas bancarios y financieros durante el año 2008, muchos bancos comienzan a asumir severas pérdidas patrimoniales como el Royal Bank de Escocia (junio, 2008) y Freddie and Fannie (julio 2008), la gigante financiera americana de préstamos hipotecarios. Luego vendrá en septiembre de 2008 el apoyo del gobierno americano para evitar la caída de AIG (la más grande compañía de seguros del mundo) y la quiebra de Lehman Brothers. Este último evento marcará el golpe más duro a la confianza del sistema financiero internacional<sup>9</sup>.

El reporte del Grupo de alto Nivel sobre Supervisión Financiera en la Unión Europea, presidido por Jacques de Larosière (Reporte de Larosière)<sup>10</sup> explica el origen de la crisis en la sobreabundancia de liquidez y las bajas tasas de interés de los mercados; pues en ese

6 Como una referencia general al *soft law* y el funcionalismo de las organizaciones internacionales véase S. Zamora, «Economic Relations and Development», en UNITED NATIONS LEGAL ORDER, V. 1 (Schachter y Joyner ed.), The American Society of International Law y Cambridge University Press (1995).

7 En el mes de Octubre de 2008 la revista .Edu de la PUCP (No. 128 pp.2-4) suscitó un interesante intercambio de opiniones pluridisciplinarias –donde el autor participó– respecto a si la crisis implicaría una reforma del capitalismo (texto en <http://www.pucp.edu.pe/puntoedu/dmdocuments/num128.pdf>)

8 «A Chronology of the Crisis» en Central Banking Vol. XIX, No. 2, p. 13 (Noviembre 2008).

9 Ibid. pp. 17-18.

10 El grupo de alto nivel fue nombrado en Octubre de 2008 por el presidente de la Comisión Europea, a fin de emitir opinión sobre el futuro de la regulación y supervisión financiera europea. El Reporte (Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU) fue emitido el 25 de febrero de 2009 (ver texto completo en [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf).)

contexto los inversionistas buscaban mayores rendimientos y nuevas oportunidades en la *innovación financiera*; amplificando y acelerando las consecuencias del exceso de liquidez y la rápida expansión del crédito. Muchas instituciones financieras convirtieron sus préstamos en hipotecas o activos titulizados (Asset Backed Securities, ABS) y subsecuentemente se transformaron en obligaciones colateralizadas (*Collateralised Debt Obligations*, CDOs) a través de vehículos de fuera de balance y generando una dramática expansión del apalancamiento al interior del sistema financiero. En Estados Unidos, por ejemplo, la emisión de ABS se cuadruplicó de 337 mil millones de dólares en el año 2000 a 1,250 trillones en 2006.<sup>11</sup> De alguna manera la crisis se retroalimenta por la multiplicación de productos financieros estructurados (de préstamos hipotecarios), que al perder valor agravan la situación patrimonial de sus titulares, que son precisamente instituciones bancarias internacionales.

## 2. Interconexión

La dinámica y magnitud de la crisis financiera por inversiones deterioradas de la industria bancaria, tiene también que observarse en el contexto de la *interconexión* entre intermediarios financieros no regulados e instituciones bancarias reguladas. Ello tiene una particular trascendencia en la magnitud de la crisis y los defectos que se han hecho evidentes en el sistema financiero internacional, pues en los últimos años hemos visto un dramático crecimiento del monto de intermediación financiera desarrollado fuera del sistema bancario (*securities broker dealers*, *hedge funds*, *fondos mutuos*...).

Ocurre que en un primer momento, una gran parte de los productos financieros estructurados fueron constituidos y emitidos por instituciones no bancarias y por tanto no sujetas a todas las reglas prudenciales propias de la intermediación bancaria (a pesar de ser genuinos tomadores de créditos hipotecarios y receptores de recursos provenientes del ahorro público captado por los bancos). Estos intermediarios también se expusieron al clásico descalce (*mismatch*) que puede ocurrir en la banca: endeudarse en el corto plazo e invertir en el largo plazo, quedando desprotegidos frente a «retiros masivos»<sup>12</sup>. Actualmente la supervisión está limitada a las instituciones bancarias, las instituciones financieras (*securities firms*) y las compañías de seguros. Los supervisores están tratando de capturar el sector bancario (intermediario) que se encuentra en la sombra (*shadow banks*), a través de sus interrelaciones con las entidades financieras reguladas<sup>13</sup>.

Posteriormente, esos mismos productos financieros estructurados son adquiridos por los bancos comerciales que sí están sujetos a reglas prudenciales y mecanismos de permanente supervisión. La interconexión supone un doble problema, pues de un lado se trasladan activos de un mundo desregulado al mundo sujeto a regulación bancaria, con la particularidad de que las calificaciones de riesgo de esos activos son sumamente laxas, precisamente por venir de donde vienen. Y cuando empieza a crecer la morosidad de los créditos hipotecarios subyacentes, la laxitud de las calificaciones de riesgo de esos activos en el balance de los bancos resulta insostenible. El problema se amplifica porque los problemas de liquidez que enfrentan los emisores de los productos estructurados no pueden ser atendidos por los bancos comerciales y menos por el banco central como prestamista de última instancia, precisamente por no tratarse de bancos. En suma, la crisis también se multiplica por un círculo vicioso, generado por la inevitable interconexión de mundos financieros aparentemente diferentes.

“El problema se amplifica porque los problemas de liquidez que enfrentan los emisores de los productos estructurados no pueden ser atendidos por los bancos comerciales y menos por el banco central como prestamista de última instancia, precisamente por no tratarse de bancos.”

Esta problemática ha dejado algunas interrogantes respecto a la ampliación de los límites de las regulaciones bancarias y financieras. Por definición, los bancos son los intermediarios que transfieren fondos del ahorrista al inversionista, o más precisamente del agente en posición de excedente financiero al agente en situación de déficit. En consecuencia, bajo este criterio los bancos necesariamente compiten con los circuitos no bancarios que también acceden a los flujos financieros, como son los mercados de títulos<sup>14</sup>. La pregunta inmediata es por qué a la misma razón no sigue el mismo derecho. Los denominados *activos tóxicos* (muchos de ellos provenientes del mercado

11 Reporte de Larosiere, pp. 7-8.

12 Peter Follack, *Regulatory Aspects of the recent turmoil in the Financial Markets* (manuscrito para la reunión de MOCOMILA, Salamanca 2008).

13 Id.

14 DOW J.C.R., « Le pouvoir des banques centrales: son fondement, ses limites », *Problèmes Économiques*, N° 2.121, 19/4/89, p. 13-19. y p. 66.

no regulado) han ingresado fácilmente a los balances de los bancos extendiéndose a los diferentes sectores económicos y como esta toxicidad *se refiere al crédito y al capital, y no solo a una burbuja inmobiliaria, afecta toda la actividad económica; la pérdida de confianza no perdona a nadie y se expande en todas las direcciones y más allá de sectores económicos específicos por todo el hemisferio norte y hacia los mercados emergentes*<sup>15</sup>. Lo interesante en esta cita a Hernando de Soto es que la circulación de activos tóxicos no es sino otra forma de creación privada de dinero y él mismo alude al concepto de *dineridad* («moneyness») para referirse a los instrumentos financieros vinculados a la propiedad sobre activos (hipotecas, bonos, e instrumentos derivados).

Ahora bien, el problema no es el hecho mismo de la multiplicación del dinero privado, a través del crédito y la libertad contractual. Recuérdate que desde su origen la moneda oficial ha competido libremente con otros instrumentos provenientes de los mercados (incluyendo la moneda extranjera) y los bancos no hacen sino multiplicar la liquidez al reasignar los recursos que reciben de los depósitos (*deposits make loans and loans make deposits*). Y a nivel internacional la multiplicación del dinero privado ha sido aun más creativa, si revisamos el desarrollo de los euromercados (recursos monetarios expresados en una moneda diferente a la del banco en que se efectúan los depósitos)<sup>16</sup> y la libre circulación de capitales, que en la actualidad prácticamente impera en la mayoría de países. El problema es dejar pasar esta interconexión de activos en la industria bancaria, sin las preocupaciones o controles de riesgo. El Reporte de Larosiére apunta justamente a esta dificultad al señalar que la extrema complejidad de los productos financieros estructurados limitó la aplicación y efectividad de los mecanismos de control de riesgo convencionales y por su parte las propias calificadoras de riesgo contribuyeron a disminuir la percepción del riesgo de crédito al otorgar calificaciones AAA a los tramos *seniors* de CDOs, como si se trataran de bonos soberanos o corporativos<sup>17</sup>.

No hace falta ya más evidencias para reconocer el carácter global de la crisis, pero no solamente en el

sentido de afectar al sistema financiero internacional en su conjunto, sino también por trasladarse al sector real de la economía internacional, disminuyendo drásticamente los niveles de inversión y comercio internacional. En la presentación del Reporte sobre las Perspectivas de la economía mundial de abril de 2009 del FMI, se consignan algunas reflexiones muy ilustrativas sobre las dimensiones globales de la crisis financiera. Así por ejemplo, se indica que durante el cuatro trimestre de 2008 *las tensiones financieras se intensificaron en todos los segmentos de los sistemas financieros de todas las regiones de economías emergentes, y en promedio superaron los niveles observados durante la crisis asiática. El alcance de la transmisión de las tensiones financieras está relacionado con la profundidad de las vinculaciones financieras entre las economías avanzadas y las emergentes, especialmente a través de los préstamos bancarios. En promedio, las tensiones en las economías emergentes se mueven casi conjuntamente con las de las economías avanzadas, pero se observan variaciones significativas entre los países*<sup>18</sup>. Y en cuanto a los efectos en la economía real se señala que *es probable que la conjunción de la crisis financiera y la desaceleración mundial sincronizada origine una recesión excepcionalmente profunda y extendida en el tiempo. Esta combinación es poco común en la historia y se debería tener cautela a la hora de extraer conclusiones*<sup>19</sup>. Ahora bien, aun cuando no es materia del presente artículo evaluar el caso específico del Perú, es justo señalar que la economía peruana, como muy pocas veces en su historia enfrenta una crisis financiera internacional, en un contexto de estabilidad macroeconómica (fiscal y monetaria), apertura comercial y un nivel de reservas internacionales sin precedentes, que definitivamente le permite actuar con mayor holgura que otros países emergentes, tal y como ha sido reconocido internacionalmente<sup>20</sup>.

Lo que nos interesa remarcar es cómo una crisis financiera incubada en un lugar específico, tiene el poder de diseminarse de manera universal y es lo que precisamente llama la atención de Bouchard, al decir que la economía clásica a diferencia de la Física ha sido incapaz de desarrollar modelos que expliquen y anticipen fenómenos en los que pequeñas

15 Hernando de Soto, «Obama la está captando: la recesión tiene un origen legal, no financiero». Diario El Comercio, 3 de Marzo de 2009, B2 Economía (Lima, Perú).

16 Para un análisis jurídico profundo sobre las monedas privadas internacionales véase CARREAU D., « Le système monétaire international privé (UEM et euromarchés) », R.C.A.D.I., 1998 – IV, Volume 274.

17 Reporte de Larosiére, pp. 8-9. La propuesta de Directiva Europea presentada ante el Parlamento Europeo sobre las agencias calificadoras de riesgo señala: *it is commonly agreed that credit agencies contributed significantly to recent market turmoil by underestimating the credit risk of structured credit products* (Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on Credit Rating Agencies, 12th Nov. 2008, COM (2008) 704 final, p.2. P. Follak, «Update on regulatory issues in respect of the credit crisis», (manuscrito para la reunión de MOCOMILA, Paris 2009)

18 <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/sums.pdf>

19 Nota de Prensa del *World Economic Outlook* (<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/sums.pdf>)

20 Ver por ejemplo el reporte del FMI de Febrero de 2009 sobre el estado de la economía peruana en «Staff Report for the 2008 Article IV Consultation, Fourth Review and Inflation Consultation Under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of Applicability of Performance Criteria» (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr0940.pdf>)

perturbaciones pueden generar colapsos mayores<sup>21</sup>. Al comentar esta referencia el profesor Cottier señala que la teoría de la complejidad muestra que si bien los sistemas pueden tener un estadio óptimo, éste no es permanente; por el contrario, éste puede resultar *hiper frágil* frente a cambios en su entorno<sup>22</sup>. Y entonces se pregunta por qué razón si las crisis financieras tienen un impacto en el comercio internacional, no se ha podido desarrollar un sistema de reglas internacionales vinculantes sobre la materia, que sean equivalentes o relativamente cercanas al derecho de la Organización Mundial de Comercio o incluso a la reciente evolución del Derecho internacional de los derechos humanos<sup>23</sup>.

### 3. Límites de las Regulaciones Internacionales Sobre el Sistema Financiero Internacional

Las interrogantes de Cottier son de particular trascendencia, pues como él mismo nos recuerda, la industria bancaria constituye probablemente uno de los sectores más regulados en el mundo, pero a nivel doméstico y no a nivel multilateral. Curiosamente, la justificación, en muchos casos constitucional, de que el negocio bancario esté sujeto a una licencia previa de la autoridad pública y que ésta debe estar dotada de suficientes facultades en materia de regulación y supervisión, está fundada en que los bancos administran los ahorros del público y son los principales canales de transmisión de la política monetaria del Banco Central. Entonces, si ese mismo ahorro público traspasa fronteras como consecuencia de la globalización, no debiera existir un nivel equivalente de protección jurídica.

Como ya indicamos las *reglas globales* del sistema financiero internacional se han construido básicamente a través de un proceso de armonización del derecho interno de Estados que no deriva de una norma internacional vinculante, sino de un derecho *Soft law*. Se trata de una panoplia de estándares informales, reglas, códigos de conducta y principios emanados de organizaciones internacionales como el FMI, la OECD, el Banco Mundial, de grupos de países como el G-7, G-10 y G-20, comités técnicos internacionales como el Comité de Basilea del BIS, la organización internacional de comisiones de valores (International Organization of Securities Commissions, IOSCO), el International Accounting Standards Boards (IASB), la Financial Action task Force (FATF) de la OECD y asociaciones profesionales o instituciones que promueven la armonización del derecho privado vinculado con las finanzas internacionales (UNCITRAL, UNIDROIT, la Convención de la Haya).

Los estándares emanados de estas entidades comprenden materias tan diversas como requerimientos de capital, supervisión bancaria y financiera, principios de la regulación en materia de negociación de títulos, supervisión de seguros, sistema de pagos, conglomerados financieros, lavado de dinero, gobierno corporativo, estándares contables y de auditoría, protección al consumidor de servicios financieros<sup>24</sup>. Gkoutzinis sostiene que un sistema de convergencia flexible es largamente superior a un mecanismo que pretenda ser detallado y mandatorio, pues los altos costos de la negociación e implementación de un sistema universal exceden largamente sus posibles beneficios<sup>25</sup>. Sin embargo, si se ha llegado a un nivel importante de armonización, ¿no se abre el paso para intentar una negociación multilateral en la que se recojan algunos principios generales y –como lo propuso el Comité Monetario de la Asociación de Derecho Internacional (MOCOMILA)- se invite a los países miembros a implementarlos? Aspectos como la obligación de supervisar y regular a las instituciones bancarias y financieras y establecer ciertas pautas sobre las operaciones transfronterizas podrían estar recogidos en los principios generales.

“Lo que nos interesa remarcar es cómo una crisis financiera incubada en un lugar específico, tiene el poder de diseminarse de manera universal y es lo que precisamente llama la atención de Bouchard, al decir que la economía clásica a diferencia de la Física ha sido incapaz de desarrollar modelos que expliquen y anticipen fenómenos en los que pequeñas perturbaciones pueden generar colapsos mayores”

### 4. Respuestas Domésticas

La crisis financiera ha generado reacciones inmediatas a nivel doméstico en la mayoría de países

21 T. Cottier, «Challenges Ahead in International Economic Law, Journal of International Economic Law» Vol. 12 No. 1. p.10

22 Ibid

23 Id. pp. 7-10.

24 A. Gkoutzinis, «How Far is Basel from Geneva? International Regulatory Convergence and the Elimination of Barriers to International Financial Integration», pp.72-74 ([http://www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/apostolos\\_gkoutzinis.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/apostolos_gkoutzinis.pdf))

25 Ibid, p. 100

industrializados y emergentes, combinando la atribución de recursos fiscales destinados a rescatar instituciones financieras o a garantizar los depósitos de sus ahorristas y acreedores, con acciones de los bancos centrales para dotar de mayor liquidez a los sistemas financieros. Por ejemplo, en octubre de 2008 el Congreso norteamericano aprueba la Ley de Estabilización Económica de Emergencia (Emergency Economic Stabilization Act) autorizando al Secretario del Tesoro a adquirir hasta 700 mil millones de dólares de activos deteriorados de las instituciones financieras, bajo el programa de liberación de activos deteriorados (Troubled Asset Relief Program TARP). El programa comprendió la posibilidad de adquirir los activos a cambio de recursos frescos y venderlos, garantizando su pago. La ley también incrementó el monto del seguro de depósitos a 250 mil dólares. Posteriormente, la administración del presidente Obama hizo algunas modificaciones al programa mediante la Ley de Recuperación y Reinversión de América (The America Recovery and Reinvestment Act), principalmente orientadas a establecer límites a las compensaciones de los altos ejecutivos de las instituciones reestructuradas. Asimismo, en noviembre del año 2008 el Departamento del Tesoro americano anunció la compra de acciones preferentes de AIG por un valor de 40 mil millones de dólares, como parte de un programa de asistencia federal a una compañía *sistémicamente* importante. Por su parte, la Banca Central norteamericana adoptó medidas desde el inicio de la crisis, que incluyeron sucesivas reducciones de la tasa de interés de sus operaciones y modificaciones a sus diferentes instrumentos de liquidez, como fue en noviembre de 2008, la modificación de la facilidad de préstamo de valores, que permite canalizar recursos monetarios de hasta 200 mil millones de dólares garantizados por valores y obligaciones de agencias federales y de instrumentos colateralizados con hipotecas (federal agency residential-mortgage-backed securities, MBS y non-agency AAA/Aaa-rated private-label residencial MBS).

Los países miembros de la Unión Europea también implementaron importantes cambios en su legislación interna para apoyar el rescate de sus instituciones financieras, habiéndose suscitado una interesante discusión sobre el cumplimiento de las normas comunitarias europeas que prohíben la ayuda financiera a entidades privadas, a raíz de la nacionalización del banco Northern Rock en

Inglaterra. Fue necesario la emisión de un comunicado de la Comisión Europea en de 2008, para que no quedara duda de que los países miembros se encontraban habilitados para actuar. El artículo 87 (3) (b) del Tratado de la Comunidad Europea establece que *podrán considerarse compatibles con el mercado común: las ayudas para fomentar la realización de un proyecto importante de interés común europeo o destinadas a poner remedio a una grave perturbación en la economía de un Estado miembro*. La Comisión Europea el 13 de Octubre de 2008<sup>26</sup> indicó que dicho artículo se aplica a la ayuda estatal adoptada en el contexto de la crisis financiera internacional, a pesar de los criterios aplicados en casos como New Lander Volkswagen (1999) y Crédits Lyonnais (1998) y las dudas generadas a propósito de la reestructuración del Banco Northern Rock en el Reino Unido 2008. Sobre este último caso, el profesor Tim Congdon - usualmente muy crítico a la integración financiera de Inglaterra a la Unión Europea- ha señalado que las normas europeas, su interpretación por las autoridades inglesas y comunitarias y el temor de su incumplimiento provocaron la incapacidad de las autoridades inglesas para afrontar la crisis generada en ese banco<sup>27</sup>. En todo caso, la Comisión Europea precisó en su pronunciamiento que los programas de asistencia al sistema financiero debían preservar el principio de no-discriminación, minimizar las distorsiones a la libre competencia y no exceder de lo estrictamente necesario. Debe tenerse presente que la integración europea no cuenta, en lo relativo a la supervisión bancaria y financiera, con un nivel de unificación equivalente a la moneda única.

Luego de la Declaración del 12 de Octubre de 2008 de los jefes de Estado de la Unión Europea, se adoptan una serie de mecanismos de apoyo y garantía de las instituciones financieras en la mayoría de países miembros. Así, por ejemplo Francia modifica su ley financiera el 16 de Octubre y establece un sistema de garantías de los depósitos en instituciones financieras, creando una nueva entidad supervisora del plan de apoyo (Société pour le Financement de l'Économie Française). Igualmente Alemania adopta el 17 de Octubre la ley de Estabilización del Mercado Financiero, que contiene medidas similares a las francesas y establece en su Banco Central una Asistencia Financiera de Emergencia. Por otra parte, a nivel Europeo se dispone el incremento del seguro de depósitos de 20 mil a 50 mil Euros y el Banco Central Europeo dispone sucesivos recortes a sus tasas de interés.

26 Ver Comunicación de la Comisión (2008/C 270/02) — La aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la actual crisis financiera mundial (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:270:0008:0014:ES:PDF>)

27 Congdon señala, entre otros aspectos, que no hubo claridad respecto de la limitación que le impuso a Inglaterra la Directiva sobre *Abuso de mercado*, lo que obligó al Banco Central a que en tanto obtenía una interpretación de la Comisión Europea enmarcaba su ayuda financiera dentro de los límites de la Directiva (no más de seis meses). La Comisión Europea opinó que el préstamo de última instancia al Northern Rock no era en sí mismo ayuda estatal, pero sí lo eran las subsecuentes garantías que el Estado otorgó (como ocurre hoy en casi todos los países europeos). Tim Congdon, *The Northern Rock fiasco: how the EU has damaged Britain's ability to govern itself*, *The European Journal*, July 2008 ([http://europeanjournal.typepad.com/my\\_weblog/2008/10/the-northern-ro.html](http://europeanjournal.typepad.com/my_weblog/2008/10/the-northern-ro.html)).

## 5. Respuestas Internacionales

En el plano internacional, las reacciones más significativas, porque auguran importantes cambios tanto en la legislación interna como en el sistema del FMI y la Unión Europea, están expresadas en la Declaración del G-20<sup>28</sup> y las propuestas del Reporte de Larosière. Por supuesto se trata de documentos que aún se encuentran todavía sujetos a debates técnicos y jurídicos para su implementación; sin embargo nos parece oportuno reseñar algunas de sus principales elementos, pues abordan directamente los problemas tratados.

### Declaración del G-20

- La creación de la Junta de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB) en reemplazo del Foro de Estabilidad Financiera (Financial Stability Forum, FSF) y que incluirá a los países del G-20,<sup>29</sup> España y la Comisión Europea. Esta entidad deberá colaborar con el FMI, en la tarea de alertar sobre los riesgos macroeconómicos y fiscales de los países y presentar propuestas para enfrentarlos
- El compromiso de modificar las regulaciones domésticas a fin de que las autoridades cuenten con suficientes recursos reglamentarios y técnicos para identificar los riesgos prudenciales sistémicos.
- La extensión de las regulaciones y la vigilancia financiera a todas las entidades sistémicamente importantes e incluyendo especialmente a los fondos de cobertura (*hedge funds*)
- Implementar los nuevos principios del FSF sobre salarios y compensaciones en la industria financiera, que consideren esquemas de responsabilidad social de todas las firmas.
- Una vez reestablecida la estabilidad de los sistemas financieros, adoptar medidas para mejorar la calidad, la cantidad y la consistencia internacional del capital del sistema bancario. En lo sucesivo, las regulaciones deben prevenir el excesivo apalancamiento de las entidades financieras.
- Tomar acción sobre las jurisdicciones no cooperadoras, incluyendo los paraísos fiscales (*la era del secreto bancario ha concluido*).
- Lograr una mejor estandarización de reglas contables.

- Extender la supervigilancia regulatoria sobre las agencias calificadoras de riesgo.
- Atribución de mayores recursos al FMI a través del financiamiento de algunos de sus miembros por 250 mil millones de dólares, considerando un incremento posterior de hasta 500 mil millones de dólares.
- Concluir el aumento y nueva distribución de cuotas y votos en el FMI, acordado en abril de 2008 y disponer una nueva revisión del sistema para el año 2011.

### Reporte de Larosière

- El reporte de Larosière contiene 32 recomendaciones sobre la regulación y supervisión bancaria y financiera en la Unión Europea y en relación a las cuestiones abordadas precedentemente nos parece oportuno remarcar las siguientes:
- Revisar las reglas de Basilea II particularmente en lo referido al incremento de requisitos mínimos de capital y la introducción de reglas estrictas para el registro, operaciones de fuera de balance.
- El Comité de reguladores europeos de los mercados de valores deberá encargarse de registrar y supervisar a las agencias calificadoras de riesgo.
- Mejorar sustancialmente la transparencia de los mercados financieros y de las entidades sistémicamente importantes (como los Hedge funds), exigiéndose en todos los países de la Unión Europea el registro y el reporte de información relativa a requisitos de los operadores, estrategias, métodos y apalancamiento.
- Mejorar sustancialmente la gestión de administración de riesgo evitando disminuir la calidad de evaluación interna por un exceso de confianza en las calificaciones externas.
- Creación del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Council, ESRC) en el Banco Central Europeo e integrado por los diferentes reguladores bancarios y financieros europeos.
- Establecimiento de un Sistema Europeo integrado de supervisión financiera.

28 El texto íntegro de la Declaración puede encontrarse en <http://www.londonsummit.gov.uk/en/summit-aims/summit-communique/>


29 El G-20 lo conforman Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Francia, Alemania, India, Indonesia, Italia, Japón, Méjico, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica, Corea del Sur, Turquía, Inglaterra y Estados Unidos.

### Palabras finales

Se ha dicho en diferentes oportunidades que un problema de dimensiones globales como lo es la actual crisis financiera internacional, requiere necesariamente de acciones y compromisos también globales. Y en consecuencia resulta fundamental que la comunidad internacional, sin renunciar al mecanismo progresivo de la armonización y estandarización de las normas financieras domésticas, se dirija hacia la consagración de reglas formales internacionales en materia bancaria y financiera. Si desde 1944 con los acuerdos Bretón Woods se han logrado avances significativos en materia del sistema multilateral del comercio internacional, no es impensable que el sistema financiero internacional cuente con un marco jurídico por lo menos mínimo.

El FMI como organización universal debe profundizar su reforma institucional a fin de trascender de la

función de asistencia financiera en situaciones críticas como la actual y encaminarse hacia una función de supervisión macroeconómica y financiera, con facultades especiales para advertir los riesgos de crisis sistémicas en los países del primer mundo (y no únicamente del tercer mundo) tal y como lo propusiera el año 2006 el gobernador del Banco de Inglaterra al precisar que *las políticas económicas de las principales economías del mundo han tenido tales efectos en otros países, que los países no se pueden ver como fenómenos aislados*<sup>30</sup>.

Finalmente, la crisis financiera internacional también ha dejado una lección para las finanzas internacionales en el terreno ético, en el sentido de que el afán por obtener beneficios, que no es malo en sí mismo, no puede convertirse en un curso frenético, que ignore las consecuencias sistémicas y el largo plazo<sup>31</sup> 

30 Ver Mervin King, «Reform of the International Monetary Reform» (discurso ante el Council for Research on International Economic Relations, ICRIER, Nueva Delhi, 20 de Febrero de 2006).

31 Sugerencia de Laurent Vibrad en « Les leçons à tirer de la crise financière », Diario católico La Croix, 18/09/2008 (<http://la-croix.com/article/index.jsp?docId=2350176&rubId=1096>).