



## Tres propuestas para prevenir la próxima crisis financiera sin dejar de financiar el desarrollo sostenible

POR KAVALJIT SINGH, MADHYAM, CON LA ASISTENCIA DE STEFANO PRATO, SOCIETY FOR INTERNATIONAL DEVELOPMENT (SID)<sup>1</sup>

La crisis financiera global ha revelado los puntos débiles de un sistema financiero liberalizado y centrado en intereses privados. En diferentes partes del mundo, los Gobiernos intervinieron en dicho sistema para apoyarlo con un abanico de medidas sin precedentes entre las que figuraban los rescates, la nacionalización de entidades financieras en problemas, fusiones y recapitalización. Sin embargo, la mayoría de los problemas estructurales que condujeron a la crisis se abordaron de forma parcial o nula. La preocupación por el estallido de una nueva crisis financiera ha aumentado en los últimos meses a la vista de una preocupante combinación de factores: aumentan los niveles de deuda de forma insostenible, así como la inestabilidad de las monedas y de los mercados financieros. Aquí exponemos tres propuestas que podrían contribuir a prevenir una nueva crisis al tiempo que permitirían seguir aportando financiación esencial al desarrollo sostenible: explorar el potencial de los bancos de desarrollo, devolver la gestión de la cuenta de capital de la balanza comercial al instrumental de políticas de los gobiernos e instaurar un sistema de impuestos sobre las transacciones financieras.

Muchos economistas consideran que la crisis financiera mundial que explotó en los Estados Unidos de América entre 2007 y 2008 fue la peor crisis financiera desde la Gran Depresión de los años 30 del siglo pasado. La crisis se inició en el mercado de hipotecas de alto riesgo de los EE.UU., pero creció rápidamente hasta alcanzar la talla de una crisis mundial debido al contagio vehiculado por la inteconexión de los mercados financieros. Un sistema bancario en graves problemas causó un importante daño a la economía real.

La crisis financiera global dejó claramente al descubierto los puntos débiles de un sistema financiero liberalizado y centrado en intereses privados. Con un sistema financiero basado en bancos, estos constituyen el intermediario clave de las operaciones

financieras ya que se encargan de canalizar el capital de los ahorradores hacia los prestatarios. La existencia de un sistema bancario sólido y bien regulado es una *conditio sine qua non* para la estabilidad macroeconómica y para un desarrollo económico constante.

Mientras los gobiernos de todo el mundo comprometían billones de dólares en préstamos, garantías, inyecciones de capital y otras formas de ayuda para rescatar alguno de los mayores bancos y entidades financieras del mundo que estaban al borde del colapso, la crisis financiera volvió a reavivar un intenso debate sobre las modalidades de la propiedad en el sector bancario y la conveniencia de que el estado interviniese directamente en el sector financiero. La crisis financiera global ha cuestionado, con argumentos razonables, la doctrina tradicional sobre la titularidad estatal de las instituciones financieras. Igualmente, ha forzado a los políticos a reconsiderar el papel del Estado en el sector financiero, especialmente en lo referente a la titularidad estatal

<sup>1</sup> Este artículo se basa en Singh (2018) y otros artículos de opinión del autor que Stefano Prato ha compilado, armonizado y editado.

de los bancos y otras modalidades de instituciones financieras.

La crisis también sacó a la luz carencias de regulación y fallas estructurales, que a día de hoy siguen, en su mayoría, sin subsanarse. Hoy por hoy, el sector financiero es mayor y está más interconectado de lo que lo estaba antes de la crisis, algo que se caracteriza por el importante crecimiento del sector de la gestión de capitales y la oposición continuada, en muchas jurisdicciones, a una regulación adecuada de la financiación según mecanismos de mercado, denominada en inglés «shadow banking», es decir, un sector financiero paralelo no regulado. A este respecto, en las conclusiones del Foro del Consejo Económico y Social sobre el seguimiento de la financiación para el desarrollo de 2019, acordadas a nivel intergubernamental, se insta a las autoridades de regulación financiera a que cambien de enfoque y centren la atención en los riesgos subyacentes asociados a la actividad financiera en vez de en el tipo de institución financiera.<sup>2</sup>

### Grandes intervenciones directas del estado ...

Para atajar el efecto de contagio que podía perjudicar seriamente la estabilidad financiera, muchos Gobiernos del mundo intervinieron en el sistema financiero, apoyándolo con un abanico de medidas sin precedentes entre las que figuraban los rescates, las nacionalización de entidades financieras en problemas, fusiones y recapitalizaciones. El objetivo último era evitar una ola de bancarrotas en el sector financiero y recuperar la estabilidad en el mismo.

Durante la crisis, los programas de rescate bancario pusieron a disposición de los grandes bancos e instituciones financieras enormes cantidades de dinero público y otro tipo de ayudas a para evitar que cundiera el pánico. Entre los elementos comunes a todos estos programas estatales de rescate se encontraban las inyecciones directas de capital a bancos e instituciones financieras, la compra de activos tóxicos por parte de los Gobiernos, y la emisión de garantías globales para un amplio abanico de instrumentos

de financiación, incluyendo deuda bancaria. Estas medidas supusieron un riesgo considerable para un montante enorme del dinero de los contribuyentes. Los Gobiernos también recurrieron a enormes paquetes de estímulo financiero a cargo del presupuesto estatal para activar la demanda agregada nacional.

Durante la reestructuración financiera, los Gobiernos gastaron importantes sumas del erario público que, en última instancia, tuvieron que asumir los contribuyentes. Se estima que las ayudas concedidas a las instituciones financieras de importancia sistémica (SIFI por sus siglas en inglés) ascendieron a casi el 25% del PIB mundial en noviembre de 2009.<sup>3</sup> En algunos países, el presupuesto del gobierno se vio en serias dificultades por causa de las ayudas concedidas a la banca. En el caso de Islandia e Irlanda, la crisis que inicialmente lo fue del sector bancario se convirtió en una crisis de deuda soberana.

El informe de 2009 sobre la estabilidad financiera del Banco de Inglaterra indicaba:

En el caso altamente improbable de que se haga uso del total de los recursos puestos a disposición por los bancos centrales y los gobiernos, el montante total de las ayudas ofrecidas al sistema bancario en el Reino Unido, en los EE.UU. y en la zona euro superaría los 14 billones de dólares americanos. Esto equivale a aproximadamente el 50% del PIB anual de los países mencionados.<sup>4</sup>

Se ha constatado que, en la Unión Europea, el grueso de las ayudas estatales aprobadas y hechas efectivas estaban vinculadas a garantías, mientras que en los EE.UU. el programa Troubled Asset Relief Program (TARP) constaba esencialmente de inyecciones directas de capital y la compra de activos tóxicos. El TARP constituye el mayor programa gubernamental de rescate de la historia de los EE.UU.

<sup>2</sup> ECOSOC, ONU (2019).

<sup>3</sup> Alessandri/Haldane (2009).

<sup>4</sup> Banco de Inglaterra (2009), pág. 21.

**... pero, a la postre, todo sigue igual.**

El objetivo último de las enormes intervenciones directas del Estado en el sistema bancario era garantizar la estabilidad del sector financiero e incentivar a los bancos para que siguiesen prestando dinero durante la crisis, lo cual hizo que las instancias políticas obviasen varios aspectos fundamentalmente preocupantes de la aplicación de estas políticas, como el importante coste para las arcas públicas, el riesgo de comportamientos irresponsables por impunidad virtual (incitar a los banqueros a asumir riesgos excesivos ya que presupondrían que serían los contribuyentes quienes terminarían asumiendo las posibles pérdidas futuras), la creación de normativa a medida para una parte de los actores, dando así pie a una situación de desigualdad, y la distorsión de los incentivos al mercado.

Si bien adquirieron participaciones en los bancos con problemas, los Gobiernos apenas intentaron usar su peso como accionistas mayoritarios para cambiar de forma esencial las prácticas de los bancos. No se aprovechó esa cantidad de dinero público que se dio a los grandes bancos privados para conseguir resultados positivos en términos de las políticas buscadas, como por ejemplo forzar a los bancos a cambiar su modelo de negocio de alto riesgo o escindir grandes instituciones financieras de importancia sistémica (de las que se decía que eran tan grandes que no se las podía dejar caer, «too big to fail» o TBTF en inglés) en entidades más pequeñas, más simples y más fáciles de regular y supervisar. Por supuesto, muchos bancos tienen hoy una envergadura mayor de la que tenían en 2008, incluso con cifras corregidas descontando la inflación.

Además, en muchos casos, las medidas de rescate no vinieron acompañadas por una reestructuración de la organización, ni se impusieron restricciones estrictas al pago de dividendos ni a las remuneraciones de los ejecutivos. Como ejemplo, en 2008 más de 5.000 banqueros y agentes de bolsa de nueve instituciones financieras (entre las que figuran Goldman Sachs, Morgan Stanley, Citigroup y Bank of America) recibieron primas de más de 1 millón de dólares cada uno. En ese mismo año, estas nueve empresas pagaron 32.000 millones de dólares americanos en primas

mientras recibían 175.000 millones del fondo federal para rescates a través del TARP.<sup>5</sup>

En términos generales, la participación del estado en los bancos e instituciones financieras con problemas fue temporal, con un planteamiento a corto plazo, con una mala coordinación y limitándose a sanear sus balances contables. No se diseñó para formular y aplicar una política relativamente coherente a largo plazo que llevase a reconstruir un sistema bancario saludable que pudiese garantizar una estabilidad financiera, además de cumplir con objetivos económicos y de desarrollo más amplios.

### **Indicios de inestabilidad,... ¿y qué pasa con la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible?**

Va quedando cada vez menos margen para el optimismo, pues en los últimos meses se ha constatado una preocupante combinación de factores que generan preocupación por un posible estallido de una nueva crisis financiera: aumentan los niveles de deuda de forma insostenible, así como la inestabilidad de las monedas y de los mercados financieros. A pesar de la retórica de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible, muchas corrientes siguen promoviendo políticas que contribuyen a la financiarización de la economía mundial al tiempo que restringen el margen para intervenciones reguladoras que pudiesen acercarla a los imperativos del desarrollo sostenible. Ejemplo de ello son la firme intención de atraer inversión privada a las economías en vías de desarrollo y de catalizar el sector financiero privado sin haber establecido un marco regulador apropiado.

Sin ninguna duda, el sector privado puede contribuir de manera importante en la consecución de los ODS, pero el sector público tiene un papel fundamental a la hora de ofrecer servicios y bienes públicos. Los ODS requieren financiación, y para ello es necesario aumentar la inversión pública.

En este contexto se persiguen dos objetivos ligados mutuamente: prevenir una nueva crisis financiera

<sup>5</sup> Freifeld (2009).

y garantizar una financiación adecuada para la ejecución de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible. Y para ello existen tres vías de trabajo que podrían facilitar la convergencia entre ambos: sondear el potencial de los bancos de desarrollo, recuperar la gestión de las cuentas de capital para devolverlas al instrumental estándar de los Gobiernos e implantar un sistema de impuestos sobre las transacciones financieras.

### 1. Bancos de desarrollo: con el potencial de darle la vuelta a la partida<sup>6</sup>

La crisis financiera global de 2008 ha devuelto a los bancos para el desarrollo (BD) y las instituciones financieras para el desarrollo (IFD) a la escena política. Después de la crisis, en muchas partes del mundo los Gobiernos consideran que estas instituciones son parte del instrumental de políticas contracíclicas, además de reconocer el papel que desempeñan en el fomento del desarrollo económico y en la transformación estructural.

Puesto que la inversión privada (lo mismo la interna que la externa) no se han dejado ver después de la crisis financiera global, en los países en desarrollo ha aumentado la demanda de fondos públicos. En este contexto, los bancos de desarrollo pueden catalizar la movilización de fondos para el desarrollo y contribuir a colmar las lagunas de financiación para los ODS. Su papel se torna aún más importante en vista de que en los últimos años el panorama de la financiación para el desarrollo ha cambiado rápidamente: la ayuda oficial al desarrollo (AOD) ha quedado lejos del 0,7% del la renta nacional bruta que había fijado la ONU para los países del CAD. No hay grandes esperanzas de que se consiga ese objetivo en un futuro cercano.

Los bancos de desarrollo tienen características únicas que les permiten contribuir a la consecución de los ODS por su capacidad para obtener recursos financieros de diferentes fuentes, aportar financiación a proyectos que no la conseguirían por otras vías y ofrecer conocimientos técnicos para la realización

de proyectos de desarrollo a largo plazo. Además, disponen de la voluntad y experiencia necesarias para incorporar un modelo de gobernanza corporativa medioambiental y social (ESG por sus siglas en inglés) en negocios y actividades comerciales, lo que les coloca en una posición privilegiada para asumir un papel líder en la consecución de los ODS.

En la India y en otros países, muchos bancos de desarrollo se centran en diferentes retos ligados al desarrollo, como la vivienda, la agricultura, el empoderamiento de las mujeres y las pequeñas empresas, y algunos de ellos han demostrado que se pueden conseguir a la par un buen resultado financiero y un éxito en términos de desarrollo. Un éxito que puede replicarse en todo el mundo. Los países pobres y aquellos en desarrollo pueden fundar bancos de desarrollo nuevos para abordar esta difícil tarea. No es necesario que un banco de desarrollo sea de titularidad estatal exclusiva, aunque es deseable que el Gobierno participe en la misma para conseguir objetivos sociales y económicos amplios. Los bancos de desarrollo pueden pedir préstamos en los mercados de capital nacional e internacional para movilizar la financiación necesaria para proyectos orientados al desarrollo. Para que puedan obtener financiación a un coste razonablemente bajo, los Gobiernos pueden ofrecerles ayuda financiera directa o bien permitirles emitir bonos sin gravamen fiscal. Otra opción es la de recabar fondos en condiciones de favor provenientes de bancos de desarrollo nacionales e internacionales, como por ejemplo el banco alemán Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW).

Como se puede comprobar, pueden sondearse diferentes opciones. Por más que sean instituciones financieras con una participación mayoritaria del estado en su capital social, no hay una definición concreta de lo que es un banco de desarrollo. El Banco Mundial lo define como «un banco o institución financiera con una participación estatal de al menos el 30% y con un mandato legal específico que le fija la consecución de determinados objetivos socioeconómicos en una región, en un sector, o en un segmento específico de mercado». <sup>7</sup> La ONU define a estos bancos como:

<sup>6</sup> Para más información, véase Singh (2018).

<sup>7</sup> de Luna-Martinez/Vicente (2012), pág. 4.

instituciones financieras que se establecen para fomentar el desarrollo económico, que a menudo recogen objetivos de desarrollo social e integración regional, y que lo hacen ofreciendo o facilitando la financiación a largo plazo de proyectos que generen efectos externos positivos.<sup>8</sup>

Su capacidad crediticia queda garantizada por el apoyo del Estado a través de fondos y garantías que, además, les permiten financiarse en los mercados de capital nacional e internacionales.

Los bancos de desarrollo difieren mucho de una parte a otra del mundo, tanto en su envergadura, su titularidad, su financiación y sus actividades. Los nacionales operan normalmente dentro de un país, son relativamente pequeños en comparación con otros actores del sector financiero y se centran en activar la economía nacional a través de préstamos,

participaciones y otros instrumentos financieros. Ejemplos excelentes de este tipo de bancos son The Small Industries Development Bank de la India, el Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) de Brasil, y el British Business Bank.

A diferencia de ellos, los bancos de desarrollo bilaterales financian proyectos de desarrollo y actividades en países pobres y en desarrollo. Su amplio catálogo de asistencia incluye ayudas, préstamos, fondos estructurados y asesoría técnica. Ejemplos de este tipo de bancos son la Japan International Cooperation Agency de Japón y el KfW de Alemania. Además hay bancos de desarrollo regionales (como el Banco Africano de Desarrollo) y bancos multilaterales de desarrollo (como el Banco Mundial) que asumen funciones similares a la de sus homólogos bilaterales. Para finalizar, mencionemos que hay una serie de instituciones financieras para el desarrollo (DFI por sus siglas en inglés) que invierten o prestan capital a empresas del sector privado o países que no consiguen atraer capital (véase cuadro III.1).

8 ONU (2005), pág. 11.

Cuadro III.1

## Principales bancos de desarrollo

- |                                                                 |                                                   |                                                    |
|-----------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| ■ KfW (Alemania)                                                | ■ Industrial Development Bank of Turkey (Turquía) | ■ Development Bank of the Philippines (Filipinas)  |
| ■ Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Brasil) | ■ Agricultural Development Bank of China (China)  | ■ Industrial Finance Corporation of India (India)  |
| ■ Norwegian Industrial and Regional Development Fund (Noruega)  | ■ China Development Bank (China)                  | ■ Japan Bank for International Cooperation (Japón) |
| ■ Green Investment Bank (Reino Unido)                           | ■ Development Bank of Japan (Japón)               | ■ Korea Development Bank (Corea)                   |
|                                                                 | ■ Development Bank of Singapore (Singapur)        |                                                    |

### La gobernanza importa

Cada vez hay más Gobiernos que adoptan una actitud nueva al respecto de las instituciones financieras de titularidad estatal, y por eso es esencial prestar una mayor atención a sus formas de gobierno, sus resultados y su fiscalización por parte de instancias públicas, dado que su objetivo es atender al interés público.

Puesto que los bancos de desarrollo conllevan un riesgo inherente, los bancos e instituciones financieras de titularidad estatal tienen que salvar un problema específico: como ser viables desde el punto de vista financiero y al mismo tiempo perseguir objetivos socioeconómicos de alcance. Algunos de los bancos mejor gestionados tienen dificultades a menudo para conciliar estos objetivos divergentes. Pero, si se dan las circunstancias adecuadas, pueden hacer frente a esta difícil tarea gracias a una gobernanza y a un marco político apropiados (véase cuadro III.2).

El análisis de los resultados de las instituciones financieras de titularidad estatal reflejan disparidad de conclusiones. Algunas de ellas, con una mala gestión,

se declararon en quiebra y causaron pérdidas al erario público, con un resultado pobre en cuestiones de desarrollo. Otras han tenido resultados espectaculares tanto en su viabilidad económica como en el cumplimiento de sus objetivos en materia de desarrollo.

En lo que se refiere al gobierno de los bancos e instituciones financieras de titularidad estatal, no hay una receta única que valga para todos debido a una gran variedad de factores, entre los que se encuentra la arquitectura institucional del país y el régimen normativo. Como indican Janine Thorne y Charlotte du Toit, economistas especializados en cuestiones de desarrollo, una institución financiera de titularidad estatal difícilmente alcanzará sus objetivos si hay fragilidad en la supervisión, en la normativa y en la estructura institucional del país, si no se ha definido con claridad su mandato, si su personal carece de la capacitación suficiente en dirección y operación, y si se dan interferencias en su actividad por parte de funcionarios, miembros de consejo de administración y políticos corruptos.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Thorne/du Toit (2009).

## Transparencia y participación: para cerrar la brecha

Cuadro III.2

Puesto que son instituciones públicas, los bancos de desarrollo y otras instituciones financieras de titularidad estatal han de seguir en el desempeño de sus tareas los principios fundamentales del buen gobierno: transparencia, participación, inclusión y rendición de cuentas.

La transparencia en el desarrollo de su actividad y en los procesos de toma de decisiones permite que los ciudadanos y otras partes interesadas puedan examinar los proyectos que han recibido ayuda de un banco de desarrollo y, en su caso, exigir responsabilidades a

la dirección por su actuación y sus decisiones. Los ciudadanos tienen derecho a saber cómo llevan a cabo sus actividades los bancos de desarrollo. La transparencia es igualmente un concepto clave para una práctica bancaria ética. En consecuencia, es de importancia capital que toda la información de relevancia relativa al préstamo para un proyecto y otras actividades sea de dominio público y pueda consultarse por una vía de fácil uso. Los bancos deberían igualmente facilitar los datos de repercusión para el desarrollo y los análisis de pronósticos *ex-ante* y de evaluaciones *ex-post*

de impacto.

Con una combinación de transparencia y participación, las instituciones financieras de titularidad estatal pueden reforzar su contacto con partes interesadas y con la ciudadanía en general, superando así el ámbito reducido de los profesionales de la banca. Pueden igualmente dar pie a nuevos consorcios y fomentar el intercambio de ideas e información entre las propias instituciones y las partes interesadas, de modo que se mejoren de forma continua el proceso de fiscalización y, en general, los resultados.

En primer lugar, un banco de desarrollo necesita un entorno propicio para alcanzar los objetivos buscados. Las perspectivas de éxito para un banco de desarrollo tienden a oscurecerse en países con instituciones políticas débiles, altos niveles de corrupción, un estado de derecho débil y una alta inestabilidad macroeconómica.

Además, la existencia de órganos jurídicos y reguladores es de tanta importancia para los bancos de desarrollo de titularidad estatal como lo es para la banca privada.

En segundo lugar, es necesario que el mandato de un banco de desarrollo esté articulado con claridad, independientemente de su alcance. En particular, en el caso de instituciones de titularidad estatal, el consejo de administración y la dirección ejecutiva han de tener una idea clara del propósito y los objetivos de la misma, así como de su papel a la hora de conseguirlos. Puede ser que el mandato del banco cambie a lo largo del tiempo, pero en cualquier caso tiene que estar siempre articulado con claridad, pues de lo contrario puede apartarse de los objetivos fijados y llevar a resultados no deseados.

En tercer lugar, el Gobierno es titular y regulador de los bancos. Debe, por tanto, establecer una política clara que rijan esta titularidad, garantizando que regulará las instituciones financieras de su titularidad de forma transparente y rindiendo cuentas, de modo que no se den conflictos de interés.

En cuarto lugar, la calidad de los sistemas de gobierno y gestión interna tiene un papel esencial en el funcionamiento de un banco de desarrollo. El consejo de administración y la dirección ejecutiva de un banco de desarrollo deben tener los conocimientos y la experiencia correspondiente que les permita dirigir y gestionar el banco. La tarea es difícil, pues no todos los países cuentan con personal local con los conocimientos y la capacidad suficientes para dirigir un banco de desarrollo. Es esencial que el consejo de administración sea independiente y disponga de una competencia del más alto nivel. Aún cuando la titularidad sea del Gobierno, la dirección ejecutiva de un banco estatal debe tener la autonomía operativa necesaria para gestionar las operaciones cotidianas

del mismo. Además, es necesario que el sistema de gobierno del banco incluya instancias sólidas de control interno que garanticen transparencia y rendición de cuentas al más alto nivel, no solo de cara al gobierno, sino ante todas las partes interesadas.

En quinto lugar, tanto el consejo de administración como el equipo de gestión han de comprometerse a actuar de forma íntegra y asumir ante el Gobierno, los órganos reguladores y la ciudadanía la responsabilidad que les toque por sus acciones.

Finalmente, se deberían establecer marcos reguladores alternativos específicamente diseñados para bancos de desarrollo, ya que la normativa que rige la banca privada puede no ser la apropiada para aquellos, pues no usan los depósitos de los ahorradores.

## 2. Controles de capital y herramientas macroprudenciales

A la hora de elaborar políticas en economías de mercado emergentes (EME), uno de los grandes retos es mantener la estabilidad financiera. Los episodios recientes de crisis financiera han mostrado a las claras que incluso aquellos países que siguieron políticas macroeconómicas aparentemente correctas se vieron igualmente expuestos a «parones repentinos» de los flujos de capital o a una inversión importante de los mismos. La cuestión a dilucidar es por tanto cuáles son las alternativas posibles que tienen las instancias políticas de un país EME para evitar una depreciación rápida de la moneda y una inversión repentina del flujo de capital.

Para empezar, las mencionadas instancias deberían adelantarse reforzando los controles de capital para atajar los riesgos de una salida rápida de capital del país. Según la ortodoxia vigente, los controles de capital traen más perjuicio que beneficio. Quienes los critican cuestionan su efectividad, especialmente para controlar la salida de capital. A pesar de que a la palabra «control» se le suele asociar una connotación negativa, lo cierto es que hay muchos ejemplos de experiencias positivas tras aplicar los controles a la salida de capital como herramienta de gestión de crisis, entre los que figuran Malasia en 1998, Islandia en 2008, Chipre en 2013 y China en 2016.

Las instancias políticas de los países EME pueden imponer controles tanto a los flujos de entrada de capital como a los de salida, con lo que se aislarían del impacto de crisis externas, además de generar margen para abordar a largo plazo problemas estructurales. El control de los flujos de entrada puede ser útil para modificar su composición y favorecer la entrada de capital con menos riesgo y con plazos de vencimiento más largos. El de Brasil es un caso ejemplar bien conocido: en el período 2009-2011 estableció una serie de controles de capital (que incluían un impuesto a las inversiones en cartera de valores) para reducir los flujos de entrada y luchar contra la apreciación de su moneda, el real.

En vez de recurrir a ellos como solución temporal o de última instancia, los controles de capital deberían formar parte del instrumental estándar de políticas. Los países EME podrían aplicarlos considerando además sus marcos políticos y contextos nacionales particulares. Dadas las condiciones de mercado actuales, de carácter adverso, las instancias políticas deberían abandonar su rígida postura contra los controles de capital y adoptar un enfoque pragmático para gestionar flujos de capital desestabilizadores. En un mundo complejo, incierto y con un sector financiero interconectado, la toma de decisiones no debería seguir una ortodoxia neoliberal obsoleta. De forma paralela, las instancias políticas de los países EME deberían aplicar medidas de política macroprudencial (como topes a los préstamos en monedas extranjeras, controles de los créditos y requisitos contracíclicos de capitalización) para contrarrestar los períodos de auge financiero y los de contracción.

Todos reconocen que las intervenciones del Estado son más apropiadas durante los períodos de auge para limitar que aumente el riesgo en el sistema financiero. En ese sentido, en una economía emergente es deseable la aplicación tanto de controles de capital como de medidas macroprudenciales cuando haya picos de flujos de entrada de capital («avalancha repentina»). Las instancias políticas de los países EME pueden elegir una combinación óptima de ambas opciones, controles de capital y medidas macroprudenciales, para atenuar el riesgo monetario y financiero.

Además, han de vigilar con especial atención las emisiones de deuda de renta fija privada emitida en moneda extranjera por corporaciones no financieras por el posible riesgo asociado con descuadres de divisa y vencimiento. En líneas generales, es muy necesario mejorar la regulación financiera y la supervisión de mercado en los países EME.

### ***Desincentivar los flujos de «dinero caliente»***

A medio y largo plazo, las instancias políticas en países EME deberían concentrarse en atraer flujos de capital a largo plazo que puedan mejorar la capacidad productiva del país mediante la transferencia de conocimientos en tecnología y gestión, en vez de flujos de capital a corto plazo y fluctuantes (como préstamos bancarios e inversiones en carteras de valores), pues estos no tienen un vínculo firme con la economía real y son susceptibles a cambios bruscos. Ha quedado bien documentado el papel que tuvieron los flujos de inversión en cartera de valores en la explosión o la acentuación de crisis financieras en muchos países EME.

Ha llegado el momento de que las instancias políticas de los países EME se replanteen su enfoque de integración financiera general, ya que la experiencia previa en muchos de ellos es que la liberalización financiera, y especialmente la liberalización de la cuenta de capital, de dudoso beneficio, ha causado grandes costes y los ha expuesto a crisis de diferentes tipos. Es necesario evitar especialmente la liberalización de los flujos de capital a corto plazo.

### ***Cooperación internacional***

Si ninguna duda, las instancias políticas de los países EME han de aplicar políticas adecuadas a nivel interno y mejorar los parámetros macroeconómicos fundamentales, pero puede que esto no sea suficiente para aguantar el impacto de perturbaciones financieras a las que se ven expuestas las EME causado por los

efectos inducidos<sup>10</sup> que genera la normalización en la política monetaria de los EE.UU. y otras economías desarrolladas. Es necesario, por tanto, que haya una coordinación a nivel mundial, y las economías desarrolladas deberían reconocer también su necesidad, ya que la mayor inestabilidad de los mercados financieros puede generar también un efecto bumerán importante que las afecte.

Ya después de la crisis, se ha reconocido que es importante contar con una red de seguridad para el sector financiero mundial. A este respecto, los acuerdos bilaterales de permuta de divisas y los acuerdos regionales de financiación, tal como el Chiang Mai Initiative<sup>11</sup> y el Contingent Reserve Arrangement,<sup>12</sup> pueden ser útiles para ayudar ofreciendo liquidez cuando estalla una crisis.

La cooperación internacional en este área ha de gestionar también flujos fluctuantes transfronterizos de capital que pueden causar problemas financieros en los países EME. Para gestionar flujos de capital con efectos desestabilizadores tanto en origen como en llegada, aparte del establecimiento de controles de capital en los países receptores, la lógica dicta que hay igualmente fundamento para imponer restricciones a la cuenta de capital de los países de partida. El beneficio en potencia de este tipo de planteamiento multilateral de cooperación es enorme, si bien las

expectativas de que prosperen en la práctica son reducidas.

Hasta este momento, el G20 no ha conseguido montar una respuesta colectiva para gestionar los efectos inducidos o los efectos bumerán. Es de esperar que en los próximos meses aumenten los riesgos financieros, y por eso es de vital importancia que todos los miembros del G20 cooperen para, de forma colectiva, identificarlos y gestionarlos. De lo contrario, ¿qué sentido tiene que el G20 no deje de proclamar a la importancia que tiene la estabilidad financiera global?

### 3. Impuesto sobre las transacciones financieras

El impuesto sobre las transacciones financieras (FTT por sus siglas en inglés) nunca desaparece completamente de la agenda política y vuelve una y otra vez, en formas diversas, a los debates políticos y temáticos en diferentes países. Hoy por hoy, en ciertos sectores del Partido Democrático de los EE.UU. gana popularidad la idea de establecer un gravamen fiscal a las transacciones financieras como herramienta para atajar los excesos especuladores y la negociación de alta frecuencia que desestabiliza los mercados, así como vía para generar ingresos considerables para financiar programas de carácter social como por ejemplo matrículas gratis para la universidad. A diferencia de la creencia generalizada, los impuestos sobre las transacciones financieras no son nada nuevo. Muchos países, entre los que se encuentran los EE.UU., el Reino Unido, Australia, Bélgica, Francia, India, Italia, Suecia y Taiwan ya impusieron, con resultados diversos, impuestos similares a diferentes transacciones financieras.

#### *Expectativa de ingresos provenientes del FTT*

Si bien cierto que el posible ingreso que se recaudase con un impuesto sobre las transacciones financieras dependería de su diseño, la expectativa de recaudación en los EE.UU. con un FTT es realmente grande, pues el volumen de negociación de acciones y obligaciones en los mercados financieros alcanza el billón de dólares americanos por cada día laborable. En los últimos años se han planteado en los EE.UU. diferentes propuestas de FTT y el ingreso potencial varía en función de su diseño y de las hipótesis de modelado.

10 En este contexto, el término efecto inducido («spill-over effect» en inglés) hace referencia a la repercusión que las intervenciones por vía de normativa u otras políticas que se aplican en un país pueden tener en otras economías, si bien el concepto se puede usar con un sentido más amplio. Este tipo de efectos pueden generar lazos de realimentación (efecto bumerán o «spill-back» en inglés) que afecten a la economía en la que se inició la mencionada intervención.

11 El Chiang Mai Initiative es un acuerdo multilateral de permuta de divisas entre los diez miembros de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN por sus siglas en inglés), la República Popular de China (con Hong Kong incluido), Japón y Corea del Sur. Se inició después de la crisis financiera de Asia de 1997 para gestionar problemas de liquidez a corto plazo y evitar tener que recurrir al Fondo Monetario Internacional.

12 Los países BRICS (Brasil, Rusia, India, China y África del Sur) crearon el Contingent Reserve Arrangement (CRA) en 2015 para crear un marco que permitiese brindar ayuda en forma de liquidez e instrumentos preventivos como respuesta a problemas a corto plazo, existentes o posibles, de la balanza de pago.

Por otra parte, es difícil predecir cómo cambiará el comportamiento de los actores de los mercados financieros si se establece un reducido impuesto a las transacciones. Además, si las condiciones de mercado se deteriorasen, la recaudación final puede ser inferior a lo estimado. Aún así, la mayor parte de las estimaciones indican que en los EE.UU se podrían recaudar entre 35.000 y 100.000 millones de dólares americanos al año. No son cifras baladíes. En 2018, un informe de la oficina presupuestaria del Congreso de los EE.UU. (Congressional Budget Office)<sup>13</sup> indicaba que si se impusiese un impuesto de un 0,1% al valor de los títulos y de un 0,1% a los flujos de pagos relacionados con derivados, la renta recaudada aumentaría en 777.000 millones de dólares en una década (2019-2028), una estimación que tiene en cuenta compensaciones por variación de renta y los ingresos por el impuesto sobre la renta de las personas físicas.

Aparte de contribuir a reducir el déficit presupuestario federal, parte de lo recaudado con el FTT podría usarse para financiar el denominado Green New Deal (propuesto por los representantes demócratas en el Congreso de los EE.UU.), aparte de otros programas de atención sanitaria y protección social. Adicionalmente, el FTT es un impuesto progresivo, pues el 84% de todas las acciones está en manos del 10% de las familias americanas más ricas. Por ello, quien vea con preocupación la creciente desigualdad de las rentas y la riqueza en los EE.UU. debería ver con buenos ojos el impuesto sobre las transacciones financieras por su naturaleza progresiva.

¿Se irían de los EE.UU. los operadores bursátiles por culpa del FTT? No necesariamente. Si los EE.UU. impusiesen un FTT, esto podría animar a otros países a establecer un impuesto similar, con lo que se reduciría el aliciente a la elusión fiscal. Como se indica más adelante, hay estados miembro de la UE que están a favor de que se establezca un FTT en el seno de la Unión. Si la UE y los EE.UU. se pusiesen de acuerdo en una armonización fiscal, sería igualmente viable una cooperación internacional sobre el FTT a largo plazo.

### **Gravar al congestionado sector financiero**

Hay un amplio consenso sobre el hecho de que el sector financiero de los EE.UU. ha tenido una carga fiscal reducida mientras experimentaba un crecimiento sin precedentes en las últimas tres décadas. Sirva de ejemplo mencionar que la mayor parte de los servicios financieros están exentos de impuesto sobre el valor añadido y de los impuestos por ventas en los estados federados. Lo mismo pasa en otros países desarrollados. En 2007, año en que el sector financiero alcanzó su pico, aportó el 8,3% al PIB y representó el 41% del beneficio empresarial total. Once años después, los beneficios de Wall Street se acercan a los niveles previos a la crisis.

Puede parecer extraño, pero un sector financiero sobredimensionado puede ser malo para la economía. Hay un número creciente de publicaciones académicas sobre economía que indican que el desarrollo del sector solo beneficia a la economía hasta un determinado punto en que la situación es óptima; más allá, el coste aumenta.<sup>14</sup> En su análisis de la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, las notas de debate para el personal del FMI indicaban que «el efecto del desarrollo financiero en el crecimiento económico tiene perfil de campana: se debilita cuando aumenta el nivel de desarrollo financiero».<sup>15</sup>

Sobre la cuestión de si el crecimiento reciente del sector financiero ha beneficiado a la economía real, Adair Turner, que fuera presidente del órgano regulador del sector financiero en el Reino Unido (Financial Services Authority), escribía en 2010:

No hay evidencia cierta de que el incremento en envergadura y complejidad que ha experimentado el sistema financiero en el mundo rico desarrollado en los últimos 20 o 30 años haya generado crecimiento ni estabilidad, y es más bien posible que las actividades financieras detraigan rentas de la economía real en vez de generar valor económico.<sup>16</sup>

<sup>13</sup> Congressional Budget Office (2018).

<sup>14</sup> Véase, p. ej., Cecchetti/Kharroubi (2012); Cecchetti/Kharroubi (2015); Sahay et al. (2015).

<sup>15</sup> Sahay et al. (2015), pág. 5.

<sup>16</sup> Turner (2010).

Un sector financiero excesivo no solo puede aumentar la frecuencia de los ciclos de expansión y contracción, socavando la estabilidad financiera, sino que también sustrae recursos y capital humano de sectores productivos de la economía, atrayéndolos al sector financiero.

La crisis financiera de 2008 y los rescates bancarios subsiguientes mostraron con claridad que un sector financiero congestionado puede generar un coste importante al conjunto de la economía y de la sociedad. Esto representa una base sólida para solicitar que el sector financiero «contribuya de forma justa y amplia» a compensar el dinero público empleado en los rescates bancario.

Esa misma crisis ha hecho que se cuestione el beneficio de la existencia de un sector financiero sobredimensionado en los EE.UU. Aumenta por contra el consenso que indica que es vital contar con un sector financiero estable y bien regulado para que sea posible lograr los objetivos a largo plazo de un crecimiento económico sostenible y un desarrollo sostenible. Una vez pasada la crisis, se ha debatido largo y tendido sobre la limitación de la negociación especulativa a corto plazo en los mercados financieros de los EE.UU. A este respecto, un impuesto sobre las transacciones financieras podría ser uno de los elementos del instrumental de políticas que contribuyesen a frenar las partes improductivas del sector financiero.

### **Atajar la negociación de alta frecuencia**

Otro objetivo clave a conseguir con un impuesto sobre las transacciones financieras es atajar la negociación de alta frecuencia, de dudoso valor social. En las dos últimas décadas, el panorama de la negociación bursátil cambió drásticamente a partir del momento en que la negociación de alta frecuencia (HFT por sus siglas en inglés) se puso de moda durante la primera década del siglo XXI. En Wall Street, los operadores que usan este tipo de negociación emplean conexiones de alta velocidad a las plataformas de negociación, ordenadores de altas prestaciones para ejecutar las órdenes de operaciones bursátiles y adoptan posiciones a muy corto plazo.

HFT pertenece a un grupo más amplio de operadores que practican la negociación algorítmica, que se basa

en un modelo matemático programado de antemano y en tecnología puntera que permite la ejecución de órdenes de operación a altísima velocidad y sin intervención humana para aprovechar cualquier variación, por mínima que sea, en el precio de valores, futuros y divisas. Los ordenadores ejecutan las órdenes de compra o venta no en segundos, sino en microsegundos. Los operadores de alta frecuencia aprovechan la mínima variación en los precios para sacar beneficio en detrimento de inversores minoristas que solo disponen de velocidades de ejecución más lentas.

A la vista de lo sucedido en el denominado «Flash Crash» (colapso relámpago) de 2010, hay temores de que la HFT pueda causar inestabilidad en los mercados. En aquella ocasión, un algoritmo descontrolado desató un desplome repentino del 9% en el índice Dow Jones y, en cuestión de minutos, destruyó aproximadamente un billón de dólares americanos en valor de mercado. Aparte de esto, preocupa, y con razón, que los enormes volúmenes que negocian las empresas que aplican HFT pueden hacer que los precios deriven de sus valores fundamentales.

Quienes defienden la HFT arguyen a menudo que desempeña un papel importante como fuente de liquidez, pero cada vez más son las voces de expertos que lo cuestionan, pues hay pruebas que muestran que los operadores de alta frecuencia renuncian a su papel de creadores de mercado si hay un aumento abrupto de inestabilidad o si detectan que los mercados tienden a una vía única.

Puesto que la mayor parte de los operadores de alta frecuencia se sirven de algoritmos muy parecidos y adoptan estrategias similares, la posibilidad de que todos los HFT se retirasen al mismo tiempo constituiría un riesgo sistémico para el mercado en su conjunto, como pasó durante el «Flash Crash» de 2010. Tal y como indicó Nikolaos Panigirtzoglou, de JP Morgan: «Una retirada simultánea de los HFT no solo amplifica el movimiento inicial del mercado, sino que también crea cambios muy pronunciados o incluso situaciones de mercado con saltos de valor sin negociación puesto que se seca la fuente de liquidez y se retiran las ofertas».<sup>17</sup>

<sup>17</sup> Citado en Durden (2016).

En un importante documento académico, Didier Sornette y Susanne von der Becke, de la ETH de Zurich, constataron que la HFT aporta liquidez si la situación es propicia, es decir, cuando tal vez menos se necesite, mientras que absorbe liquidez cuando se la necesita más, con lo que contribuyen a la inestabilidad, en vez de atenuarla.<sup>18</sup>

Después del «Flash Crash» de 2010, los reguladores de los EE.UU. y de Europa han adoptado medidas (como los denominados «cortacircuitos») para controlar el efecto negativo de las HFT. Un impuesto sobre las transacciones financieras podría también complementar esas medidas de regulación para poner coto a la negociación de alta frecuencia en los mercados de los EE.UU. Este impuesto conseguiría aumentar el coste de transacciones con una proyección temporal muy corta, lo que reduciría la negociación a corto plazo agresiva que beneficia más a los operadores de alta frecuencia que al resto de inversores corrientes, pues no todo lo que es bueno para aquellos lo tiene que ser necesariamente para estos.

### **Europa muestra el camino a seguir**

La idea de imponer un impuesto sobre las transacciones financieras ha ganado fuerza en Europa a consecuencia de la crisis de 2008.

Después de que los líderes del G20 no consiguiesen aprobar un FTT para recaudar nuevos recursos para los países pobres, la Comisión Europea propuso en 2011 un impuesto sobre las transacciones financieras para la Unión Europea (EU FTT por sus siglas en inglés) que gravaría todas las transacciones financieras excepto los préstamos bancarios y las de los mercados primarios. El ámbito de aplicación de la propuesta del EU FTT es muy amplia y cubriría un amplio espectro de instrumentos y transacciones financieros tales como valores, derivados, pactos de recompra (repos) e instrumentos del mercado monetario. Según esta propuesta, se gravaría la negociación de participaciones y obligaciones con un tipo del 0,1 %, mientras que el que se impondría a contratos derivados sería del 0,01 %. Además, basta con que una

de las partes de la transacción tenga su sede en la UE para que haya que pagar el FTT.

La entrada en vigor del impuesto estaba prevista para enero de 2014, pero fue pospuesta varias veces por la falta de unanimidad entre los Estados miembro sobre cómo habría de ponerse en práctica. En 2013 se realizó un intento de aplicación del FTT en once estados miembros usando la figura de la «cooperación reforzada». Después de esa fecha, el referéndum de 2016 con el que el Reino Unido decidió abandonar la UE ha vuelto a atrasar el proyecto.

Es importante dejar constancia que algunos Estados miembro como Francia, Bélgica, Italia y Grecia ya han empezado a aplicar un impuesto a las transacciones financieras a nivel nacional. Francia lo hizo en agosto de 2012 con un FTT para acciones, mientras que Italia lo hizo a su vez en marzo de 2013. Ambos han confirmado que se comprometen a sacar adelante un FTT para toda la UE a pesar de la fuerte oposición de las empresas del sector financiero europeo y de algunos estados miembro, como el Reino Unido y Suecia.

Es probable que el FTT no salga de la agenda de la UE en los próximos años, incluso aunque el bloque europeo esté lidiando con las posibles secuelas del Brexit.

### **Impuesto sobre las transacciones financieras en la India: vivo y coleando**

India empezó a aplicar en 2004 un impuesto sobre las transacciones de valores bursátiles (STT por sus siglas en inglés) que se aplicaba a las transacciones bursátiles. Puesto que tuvo éxito, le siguió en 2013 un impuesto sobre transacciones de futuros (CTT por sus siglas en inglés) de aplicación a la negociación de futuros no agrícolas. A partir de 2018, el CTT se aplica también a contratos de opciones para productos básicos que entrasen en los mercados de la India.

En un reciente artículo de opinión en el Financial Times, Kirsten Wegner, director ejecutivo de Modern Markets Initiative, una organización para la promoción de los intereses de los operadores de alta frecuencia, alegaba que el experimento indio con la

<sup>18</sup> Sornette/von der Becke (2011).

FTT había fracasado totalmente.<sup>19</sup>

En contra de lo que afirma Wegner, los impuestos sobre las transacciones financieras de la India siguen vivos y coleando. Si consideramos la renta generada, el STT de la India ha sido un éxito con una recaudación de 1.000 millones de dólares americanos en los últimos ocho años fiscales. En el período 2017-2018, la recaudación del STT alcanzó los 118.000 millones de rupias (1.600 millones de dólares americanos), una cantidad de ningún modo despreciable en un país con una base imponible reducida.

El caso de la India muestra que ambos impuestos sobre las transacciones son instrumentos eficientes para la recaudación fiscal, ya que ésta se hace efectiva en los propios mercados, que a su vez lo pagan al ministerio de hacienda, evitando así burocracia engorrosa.

Algunas de las objeciones previas al impuesto sobre las transacciones financieras que plantearon quienes los critican no se han materializado en la práctica. Se decía que la bajada en volumen negociado reduciría la liquidez y, por ello, la calidad del mercado, pero no hay pruebas que demuestren que los impuestos sobre las transacciones hayan desencadenado una contracción de la liquidez.

Wegner indica que el volumen negociado en los mercados de productos básicos de la India bajo en el período 2013-2014 y lo atribuye exclusivamente al CTT. Es verdad que el volumen negociado se redujo en el mencionado período, pero la razón fundamental fue el fraude de 6.000 millones de rupias que sacudió el National Spot Exchange Limited, mercado de transacciones al contado, en julio de 2013, y no el 0,01 % del CTT, como dice Wegner. El fraude involucró a aproximadamente 200 corredores de productos básicos, a los que se acusó de haber actuado en connivencia con los gestores del mercado para defraudar a los inversores. Los volúmenes negociados y la liquidez han aumentado en las bolsas de materias primas de la India desde 2017 a pesar del CTT.

Aparte de aumentar la recaudación proveniente del sector financiero, estos impuestos han permitido a las autoridades indias seguir la pista a determinadas transacciones que socavan la integridad del mercado. Los impuestos sobre las transacciones pueden ser de especial utilidad para las autoridades ya que los mecanismos alternativos para rastrear los flujos ilícitos de capital que llegan a los mercados financieros del India son débiles. Además, disponer de una base de datos centralizada para los flujos de dinero ayuda a colmar lagunas de información relativa a la titularidad real de los activos financieros.

### ¿Es el FTT la varita mágica?

Naturalmente, un FTT no es la panacea para resolver todos los males que afectan a Wall Street, pero no se puede obviar que ofrecen la posibilidad de aumentar los ingresos fiscales y atajar la negociación de alta frecuencia, de dudoso valor social.

Que un FTT tuviese éxito en los EE.UU. dependería en gran medida de su diseño. El impuesto debería tener una implantación amplia y cubrir un amplio espectro de instrumentos financieros, transacciones e instituciones para evitar la elusión fiscal. Las autoridades de los EE.UU. deben diseñar el FTT de forma que se maximice la recaudación y se minimicen las distorsiones. Para conseguir varios objetivos políticos con un FTT es siempre necesario encontrar el equilibrio justo. Para que sea efectivo y que reaccione adecuadamente, el FTT habrá de permitir un ajuste continuo de detalle, pues las condiciones de mercado cambian con gran rapidez en la actualidad.

Los EE.UU. disfrutan de la posibilidad de aprovechar la experiencia de otros países con el STT, tanto si es positiva como negativa, con lo que puede proceder a su diseño en base a ejemplos de éxito y evitar los errores de diseño del FTT de Suecia.

Si se diseña adecuadamente y se aplica en conjunción con otras medidas reguladoras, un FTT puede poner coto a la mentalidad de casino y al cortoplacismo que caracterizan a los mercados financieros de los EE.UU.

<sup>19</sup> Wegner (2019).

## Conclusión

A medida que avanzamos se ve con claridad que nos enfrentamos a una inestabilidad sin precedentes en los mercados financieros. Es probable que los riesgos macroeconómicos dominen los mercados financieros en los próximos meses. La inversión extranjera huye de los mercados en economías emergentes por miedo a que se prolongue la guerra comercial entre los EE.UU. y China. En estos momentos, los países EME tienen el viento de cara: la economía se enfría en los países avanzados, el crecimiento del comercio internacional se debilita, las condiciones financieras globales se complican y aumenta la incertidumbre política en alguno de ellos de especial importancia, como pueden ser Argentina y Brasil. Por otro lado, las previsiones indican que en los próximos dos años el crecimiento se ralentizará en las principales economías desarrolladas.

Ha llegado el momento de encontrar una política global bien coordinada que dé respuesta a este complicado panorama macroeconómico y que permita resolver de forma cooperativa las diferencias comerciales. Por desgracia, la atmósfera política internacional actual no es propicia para una mejora de la cooperación internacional y de la coordinación de políticas. Estos hechos anuncian malas noticias para la ejecución de la Agenda 2030, pues solo es posible alcanzar sus objetivos si se movilizan recursos financieros adicionales y si se establecen alianzas mundiales fuertes.

En este contexto nuevo, las instancias políticas nacionales han de estar vigilantes y estar preparadas para responder a los riesgos que suponen la tensión creciente de enfrentamientos comerciales, la reducción de financiación, un Brexit sin acuerdo y el incremento de la incertidumbre política que conlleva el auge del populismo y de la política anti-sistema en todo el mundo.

La de 2008 fue una crisis sin precedentes tanto por su escala como por la rapidez con la que se desarrolló y contagió a toda la economía mundial. Por lo tanto, las instancias políticas no pueden esperar a que esos riesgos se conviertan en una crisis financiera sistémica total. Cuanto antes identifiquen los riesgos macroeconómicos, más efectivas serán las políticas que adopten.

## Bibliografía

**Alessandri, P./Haldane, A. G. (2009):** Banking on the State, basado en una presentación hecha en la 12ª conferencia bancaria internacional del Federal Reserve Bank of Chicago, titulada «The International Financial Crisis: Have the Rules of Finance Changed?», Chicago, 25 de septiembre.

[www.bis.org/review/r091111e.pdf](http://www.bis.org/review/r091111e.pdf)

**Banco de Inglaterra (2009):** Informe sobre estabilidad financiera, número 25, junio de 2009, Londres.

**Cecchetti, S. G./Kharroubi, E. (2015):** Why Does Financial Sector Growth Crowd Out Real Economic Growth? Documento de trabajo n.º 490 del BPI (febrero). Basilea: Banco de Pagos Internacional.

**Cecchetti, S. G. and Kharroubi, E. (2012):** Reassessing the Impact of Finance on Growth, Documento de trabajo n.º 381 del BPI (julio). Basilea: Banco de Pagos Internacional.

**Congressional Budget Office (2018):** Budget Options: Impose a Tax on Financial Transactions. Washington, D.C.  
[www.cbo.gov/budget-options/2018/54823](http://www.cbo.gov/budget-options/2018/54823)

**de Luna-Martinez, J./Vicente, C. L. (2012):** «Global Survey of Development Banks». Documento de trabajo sobre estudio de políticas n.º 5969, del Banco Mundial. Washington, D.C.: Banco Mundial.

**Durden, T. (2016):** JPM Explains How HFTs Caused Friday's Sterling Flash Crash. En: Zero Hedge, 10 de septiembre.  
[www.zerohedge.com/news/2016-10-09/jpm-explains-how-hfts-caused-fridays-sterling-flash-crash](http://www.zerohedge.com/news/2016-10-09/jpm-explains-how-hfts-caused-fridays-sterling-flash-crash)

**Freifeld, K. (2009):** Banks Paid \$32.6 Billion in Bonuses Amid US Bailout. Bloomberg 30 de julio de 2009.  
[www.sanders.senate.gov/newsroom/must-read/banks-paid-326-billion-in-bonuses-amid-us-bailout-bloomberg](http://www.sanders.senate.gov/newsroom/must-read/banks-paid-326-billion-in-bonuses-amid-us-bailout-bloomberg)

**Sahay, R. et al. (2015):** Repensar la profundización financiera: estabilidad y crecimiento en los mercados emergentes. Notas de argumentación del personal del FMI, n.º 15/08. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional

**Singh, K. (2018):** Scaling-up Finance for Sustainable Development. Reshaping the Role of Development Banks and State-Owned Financial Institutions in the New Millennium, September.  
[www.madhyam.org.in/wp-content/uploads/2018/09/Research-Report-on-Development-Banks.pdf](http://www.madhyam.org.in/wp-content/uploads/2018/09/Research-Report-on-Development-Banks.pdf)

**Sornette, D./von der Becke, S. (2011):** Crashes and High Frequency Trading, Swiss Finance Institute Research Paper, n.º 11-63, agosto.  
<https://ssrn.com/abstract=1976249>

**Thorne, J./du Toit, C. (2009):** A Macro-framework for Successful Development Banks. En: Development Southern Africa, 26:5, págs. 677-694.

**Turner, A. (2010):** What do banks do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it?? En: Adair Turner et al. (2010): The Future of Finance: The LSE Report. London School of Economics and Political Science, págs. 5-86.  
<https://harr123et.files.wordpress.com/2010/07/futureoffinance5.pdf>

**ONU (2005):** Rethinking the Role of National Development Banks. Documento de antecedentes. Departamento de Asuntos Económicos y Social Nueva York.

**ECOSOC, ONU (2019):** Foro del Consejo Económico y Social sobre el seguimiento de la financiación para el desarrollo. Proyecto de conclusiones y recomendaciones convenidas. Nueva York.  
[https://www.un.org/ga/search/view\\_doc.asp?symbol=E/FFDF/2019/L1&Lang=S](https://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=E/FFDF/2019/L1&Lang=S)

**Wegner, K. (2019):** US Financial Transaction Tax would put Unfair Burden on Savers. En: Financial Times, 11 de marzo 2019.  
[www.ft.com/content/5a0c9816-41b9-11e9-9499-290979c9807a](http://www.ft.com/content/5a0c9816-41b9-11e9-9499-290979c9807a)

**Kavaljit Singh es director de Madhyam, India.**

**Stefano Prato es director gerente de Society for International Development (SID).**