

La crisis financiera de la innovación y la reconstrucción de las políticas financieras para el desarrollo.¹

Introducción.

En el siguiente reporte de investigación correspondiente al Proyecto de Investigación "El sistema financiero mexicano y el financiamiento de la inversión. 1982-1997", con número de registro 718, se exponen algunos de los elementos que contribuyeron de manera importante al desenlace de la crisis financiera más reciente, misma que ha sido catalogada como la más severa desde la crisis de 1929 y que reveló que un episodio de tal magnitud puede desencadenarse en cualquier parte, aun en los sistemas financieros aparentemente más sólidos en los países desarrollados. Siendo ello resultado de los cambios alentados por la desregulación, el uso creciente de innovaciones financieras y el predominio de la especulación sobre el financiamiento de las actividades del sector real de la economía. Las características, evolución y efectos de esta crisis, que denominamos crisis financiera de la innovación para diferenciarla de las anteriores tipologías sobre crisis, imponen nuevos retos reflexivos en el campo de la teoría económica, en particular en el análisis del funcionamiento del sistema financiero pero también en relación con los efectos que la desregulación, la liberalización y las prácticas financieras actuales tienen para el desarrollo. Esto es particularmente relevante para países como el nuestro donde las soluciones de mercado en el campo financiero han contribuido escasamente al desarrollo económico.

El mismo está dividido en tres apartados. En el primero se revisan los cambios principales en el sistema financiero mundial a partir de una etapa de la globalización que además de terminar con las relaciones de cooperación

¹ Ma. Guadalupe Huerta Moreno. DA, UAMA. Correo electrónico: mghmoreno@yahoo.com.mx

monetaria y financieras internacionales previamente existentes dio un matiz claramente especulativo a la acumulación nivel mundial, mismo que fue favorecido con el auge en las innovaciones financieras. En el segundo apartado se examinan las modificaciones que en las estructuras financieras terminaron creando sistemas financieros más para intermediarios que para actores individuales, familias y empresas, y que al operar como redes de intermediación transfronterizas con escasa o nula regulación crearon condiciones de fragilidad financiera no observadas anteriormente. En el tercer apartado se expone porque en ese contexto, y frente a la actual coyuntura, se requiere la reconstrucción de las políticas financieras para el desarrollo con una perspectiva de largo plazo. En las que el Estado no puede ser sólo regulador o actor indicativo, sino participante activo de una estrategia de financiamiento del desarrollo que incluye a la banca de fomento, a las estructuras de crédito compensatorias y una nueva institucionalidad financiera que reubique al actor bancario en la base del desarrollo mismo. Esto tendría que hacerse si se quiere lograr un crecimiento con objetivos económicos y sociales más equitativos y de largo alcance. Al final se presentan algunas reflexiones a manera de conclusión.

1. Globalización, Innovaciones y Nuevos Actores Financieros.

Las innovaciones financieras no son productos de reciente creación, históricamente han acompañado la evolución de los sistemas financieros en respuesta a los continuos cambios en la economía, la producción y el comercio, y en ese sentido es que se convirtieron en instrumentos básicos para la agilización de los intercambios, la reducción de los costos de transacción, pero también como medios para obtención de ganancias especulativas (Allen y

Gale, 1994; Tufano, 2002; BIS, 2008). Además, con la globalización y sus políticas concomitantes, la desregulación y la liberalización, las innovaciones financieras adquirieron un lugar preferente en las estrategias de acceso a la liquidez del mercado y en la composición de las carteras de los inversionistas.

En términos monetario-financieros hasta los años setenta el sistema financiero mundial operó, bajo la hegemonía del dólar, sobre la base de una cooperación monetaria y financiera entre países que después de la Segunda Guerra Mundial permitió sustentar una de las etapas más dinámicas de crecimiento del capitalismo a nivel mundial, y que culminó con el rompimiento del sistema de tipos de cambio y tasas de interés establecido en los acuerdos de Bretton Woods de 1943. Posteriormente, en la nueva etapa de desarrollo financiero, enmarcada en la gran tendencia de la globalización financiera, la liberalización y la apuesta por mercados desregulados produjo una competencia sin precedentes por la liquidez internacional y por las ganancias derivadas de las condiciones de arbitraje de los nuevos instrumentos financieros operados por diferentes intermediarios y en diversas plazas financieras (Frenkel, 2003). Ello creó el ambiente propicio para el florecimiento de numerosas innovaciones financieras² desarrolladas tanto para evitar las regulaciones como para movilizar recursos, para administrar los diferentes tipos de riesgo y diversificar las carteras de inversión así como para especular. Con el tiempo su creciente utilización modificó las formas de operar de los intermediarios financieros.

Previamente, los sistemas financieros de los distintos países estaban bastante definidos y se podían clasificar en dos grandes grupos: uno basado en

² Nos referiremos a las innovaciones en productos y servicios financieros más que a los procesos alentados por los nuevos desarrollos en las comunicaciones y el procesamiento de la información.

los mercados de crédito y otro basado en mercados de capitales. Sin embargo, el agotamiento de la estructura de regulación y supervisión del sistema financiero internacional vigente hasta entonces indujo modificaciones que volvieron sutiles las diferencias operativas entre ambos. Por otra parte, y aunque con fases y tiempos diferentes en función de las características estructurales de cada país y de la implementación del modelo económico de libre mercado alentado por los grandes capitales y los organismos financieros internacionales se produjo la liberalización de las cuentas de capital. Esto significó el relajamiento de la estructura de controles que había permitido limitar los efectos potencialmente desestabilizadores de los movimientos de capital de corto plazo y los riesgos que ello implicaba para el comportamiento de las finanzas y la estabilidad monetaria y cambiaria internacionales. En contrapartida, la caída de los beneficios en el sector industrial y el auge de opciones de inversión financiera altamente rentables favorecieron la superposición del capital financiero sobre el capital industrial (Chesnais y Plihon, 2003). En la evolución de capitalismo este proceso se expresa, como menciona Puyana, en:

[...] una fase transicional de reestructuración del sistema capitalista mundial, donde la acumulación de capital, que es el proceso central de dicho sistema, procede por un derrotero particularmente tortuoso: una acumulación de capital real lenta, por una parte, acompañada por una finanza hipertrofiada relativamente autónoma con un carácter crecientemente especulativo” (2000:155).

Es la fase de predominio del capitalismo financiero, en oposición al capitalismo centrado en las capacidades productivas y las actividades comerciales, que Toporovski (2000) ha denominado *Era Financiera*. Donde el ambiente desregulado y la actividad de un extenso abanico de inversionistas,

principalmente colectivos en permanente búsqueda de ganancias de rápida realización condujeron al “incremento del valor del sector financiero de la economía (banca y finanzas) en relación con el valor del resto de la economía” (Toporovski, 2000: 141). Esta fase del desarrollo del capitalismo financiero es continuación de la tendencia trazada previamente por la expansión de los euromercados y la utilización de instrumentos e innovaciones financieras que aceleraron la integración operativa de los sistemas bancarios y los mercados de capitales a nivel mundial.

Por ello es que a los eurodepósitos en dólares se añadieron los mercados de euroacciones, eurovalores y europapel comercial. Con el incremento en el volumen de sus transacciones y la consiguiente valorización del financiamiento internacional en circuitos extrabancarios en oposición a las operaciones crediticias tradicionales cambió el panorama de la finanzas internacionales (Cohen, 1991). De hecho, con la desregulación de las operaciones financieras transfronterizas y la eliminación de las restricciones a los movimientos en los flujos de capital se facilitó la obtención de grandes beneficios a partir de las diferencias de precios entre productos similares en diferentes mercados o bien entre productos diferentes pero apostando sobre el comportamiento de sus flujos de efectivo.³

Por otra parte, conforme la tecnología fue desarrollándose se redujo el costo de la información y su procesamiento se hizo más rápido. De esa forma tanto los factores geográficos como los regulatorios perdieron peso ante la diversificación de prácticas e instrumentos financieros, entre los que podemos mencionar las cartas de crédito contingente, los bonos de cupón cero a tasa

³ Proceso denominado como arbitraje.

flotante y los certificados de depósito,⁴ mismos que quedaron en el centro de las estrategias para la gestión del riesgo y del acceso a la liquidez (Swary y Topf, 1993). Un lugar particular en esta tendencia la tienen los productos derivados y las estrategias de securitización, ambas innovaciones financieras desarrolladas inicialmente a partir de la búsqueda de alternativas de fondeo y acceso a nuevo capital. En cuanto a los derivados sólo nos referiremos a los *futuros* y las *opciones*.⁵ Los primeros son básicamente “contratos adelantados” utilizados originalmente en las transacciones de productos agrícolas y metales destinados a garantizar que dos agentes involucrados en una transacción pudieran asegurar cantidad, calidad y precio en fecha determinada. Es de resaltar que dada la volatilidad de las condiciones financieras imperantes en la economía mundial desde el último tercio del siglo pasado en estos se comenzó a incluir variables o instrumentos financieros, entre ellas, tasas de interés, divisas o índices accionarios. En tanto que las opciones son valores que dan derecho, pero que no obligan, a comprar o vender un bien establecido en un período determinado. Su diferencia con los futuros es que no hay una obligación contractual por parte del comprador para adquirir el bien en cuestión (Martínez, 1993; Díaz, 2002). Estos instrumentos también habían sido utilizados anteriormente pero su manejo con valores y divisas⁶ dio al inversionista la posibilidad de cobertura frente a riesgos de tipo de cambio y de tasas de interés, y al mismo tiempo abrieron la posibilidad de que ante

⁴ En el caso de la gestión de carteras de renta variable están, por ejemplo, los índices bursátiles y en renta fija los bonos o letras del tesoro y los índices sobre bonos, por mencionar algunos instrumentos representativos.

⁵ En este mismo rubro se incluyen los swaps, una operación con estos instrumentos es “un contrato establecido por dos partes, en donde ambas se comprometen a intercambiar flujos financieros (pago de intereses en moneda nacional o extranjera) originados por una obligación adquirida con anterioridad y que deberán cubrir en un plazo futuro” (Díaz, 2002:83).

⁶ Estos pueden ser títulos del gobierno norteamericano, euros o yenes.

movimientos anticipados en esas mismas variables se puedan obtener altas ganancias especulativas.

Por su parte la securitización (o titularización) se refiere al procedimiento financiero de convertir grandes préstamos en paquetes de valores de deuda comerciables -con liquidez, maduración y riesgo específicos- lo suficientemente pequeños para ser atractivos para bancos de inversión, bancos comerciales medianos e inversionistas colectivos. Al financiamiento que se obtiene por este medio se le conoce como "credit securitization" (bursatilización de créditos), o bien "asset-backed financing" (financiamiento respaldado con activos) y ha sido ampliamente utilizado en la cobertura de créditos hipotecarios. La titularización se convirtió en un medio de fondeo por excelencia ya que en un ambiente de bajas tasas de interés y frente a abundantes recursos producidos por la liberalización de los flujos de capital con estos instrumentos el emisor gana liquidez incurriendo en menores costos (Francis, 1991). No obstante, este tipo de operaciones no están exentas de riesgos -de crédito, de mercado, de liquidez o de solvencia- ya que el aumento de las tasas de interés o ajustes cambiarios pronunciados pueden provocar la caída del precio de los activos involucrados- denominados activos subyacentes- y de los flujos de recursos asociados a los mismos. Esto produce una contracción de la liquidez en el mercado financiero y con ello el desencadenamiento de crisis financiera de proporciones mayores. Ahora bien una crisis de este tipo no se origina en los déficit fiscales, en desequilibrios en las balanzas de pagos o por la pérdida de reservas internacionales (fundamentales macroeconómicos) sino en el deterioro del valor de los activos de los intermediarios que se trasmite a las hojas de balance del conjunto de del sistema financiero, y de ahí a los estados

financieros de las empresas y a las carteras de los inversionistas (Freixas y Rochet, 1997; ALIDE, 2008).

En este caso, y a diferencia de lo acontecido con las crisis experimentadas a lo largo de los años noventas, el elemento central son las innovaciones financieras y la cadena de obligaciones creada que depende para su sostenibilidad de los flujos de ingreso esperados entre intermediarios, y si esos ingresos no se realizan se deterioran las posiciones de liquidez y se genera un estado de confianza que culmina en la cancelación las reestructuraciones requeridas para sostener la cadena en los términos contractuales originalmente pactados. Llegado este punto las fuentes de financiamiento se colapsan y se hace imposible colocar nuevos paquetes de deuda en el mercado con lo que el refinanciamiento de los viejos paquetes de deuda se paraliza. De esta manera sobreviene una crisis que rápidamente se disemina entre intermediarios financieros, plazas financieras e instrumentos generando un efecto sistémico que pasa de la esfera financiera al sector real de las economías (Guttman, 2007; Altman, 2008; IMF, 2008).

Otro actor fundamental en la gestación de este tipo de crisis son los inversionistas institucionales,⁷ cuya importancia en la esfera financiera se desprende, entre otros factores, de los montos de recursos que controlan y que les permiten influir en los movimientos de los flujos financieros mundiales, pues son los tenedores más importantes de activos financieros en los mercados de capitales. Sus operaciones abarcan los mercados primarios y secundarios,

⁷ Siguiendo a Davis and Steil (2001), podemos decir que son instituciones financieras especializadas que administran ahorros colectivos en carteras de inversión buscando la mejor mezcla entre riesgos, plazos y rendimientos para la inversiones de sus clientes. Entre los más importantes están las compañías de seguros, los fondos de pensión y los fondos mutualistas.

participan en operaciones con productos derivados y en los mercados de cambio internacionales. En palabras de Correa:

Los inversionistas institucionales no son un fenómeno nuevo. Sin embargo, su presencia en los mercados financieros ha sido creciente en los últimos años y han pasado a ocupar un lugar preeminente tanto por el volumen de recursos que manejan como por su posición en los mercados, sus estrategias de colección, su diversa vinculación con otros intermediarios financieros, etcétera. (2000: 103).

Algunos datos respecto dan cuenta de su peso en la operación del sistema financiero contemporáneo. Entre 1990 y 1995, en Estados Unidos, los inversionistas institucionales duplicaron sus activos para alcanzar la cifra de 11 870 billones de dólares, y para el año 2005 esa cifra había llegado a 21 811 billones de dólares. En el 2007 alcanzaban los 24 220 billones de dólares. En Asia los inversionistas institucionales más poderosos son los japoneses, que pasaron de tener 4 000 billones de dólares en activos en 1995 a 4 710 billones de dólares en 2005, y un año después poseían 7 565 billones de dólares en activos. En 1995, en la Unión Europea, los inversionistas institucionales del Reino Unido poseían activos por 2 007 billones de dólares, los franceses 878 billones de dólares y los alemanes controlaban activos por 971 billones de dólares. En 2005, los inversionistas institucionales ingleses controlaban 3 397 billones de dólares y en el 2007 los franceses y los alemanes habían alcanzado 2 581 y 2 422 billones de dólares respectivamente (OCDE, 1997; BIS, 2007; OCDE, 2008).

Así, en el contexto de los mercados financieros globales se tiene una cadena de obligaciones con activos financieros cuyo precio depende en gran medida de la especulación internacional, inversionistas colectivos que en la búsqueda de mayores beneficios estructuran sus carteras con instrumentos

que incluyen tales activos financieros y sistemas financieros para intermediarios que participan en esas mismas operaciones, cada uno tratando de lograr mayores beneficios. En esa red, el aumento de las operaciones financieras tiende a diluir los flujos de recursos y los márgenes de seguridad con lo que la fragilidad del sistema financiero se exagera.⁸

2. La Distorsiones en la Operación Bancaria de la Globalización

El aumento de los prospectos de inversión financiera transfronteriza favoreció la expansión de los mercados y de las actividades de diversas instituciones financieras entre las que sobresalieron las americanas, japonesas, alemanas y francesas, entre otras. Esto contribuyó al fortalecimiento de los euromercados cuyas operaciones rápidamente se convirtieron en fuentes de liquidez⁹ y en espacios propicios para la especulación relacionada con el manejo de divisas y los préstamos interbancarios (Baughn and Mandich, 1983; Kohn, 1991). En paralelo se afianzó la construcción de una red de centros financieros internacionales con regulaciones laxas y tratamientos fiscales blandos para operaciones de tipo off-shore¹⁰ en Londres, Panamá, Bahamas, Singapur, Hong Kong, Luxemburgo y las Islas Caimán. La naturaleza básicamente laissez-faire de sus operaciones no sólo facilitó el acceso de grandes corporativos, e incluso gobiernos, a la liquidez internacional también alentó el incremento de su escala de actividades.

Aquí vale la pena hacer un alto y recordar que desde el punto de vista de la economía convencional, y en su vertiente microeconómica, parecería que la

⁸ Como es el caso de las deudas estructuradas en los mercados de crédito, práctica recurrente en el mercado financiero americano entre 2000 y 2006.

⁹ En los años setentas una de las principales fuentes de la liquidez internacional se derivó del reciclaje de los petrodólares.

¹⁰ Operaciones mayoristas que pueden ser de depósitos y préstamos y que son realizadas con una moneda distinta a la del país en el que el intermediario realiza la operación.

banca y los sistemas financieros tienen funciones semejantes. En tanto la banca se ha visto como “institución cuyas operaciones habituales consisten en conceder préstamos y recibir depósitos del público (Freixas y Rochet, 1997); para Allen y Gale “los sistemas financieros son cruciales para la distribución de recursos en las economías modernas. Ellos canalizan los ahorros de las familias al sector corporativo y distribuyen fondos de inversión entre las firmas” (2000:1). Desde esta perspectiva parecería que la banca es sólo un intermediario financiero especializado en satisfacer la demanda de depósitos de las familias y el otorgamiento de créditos a las empresas. Esta visión no da cuenta de la importancia de la banca en lo que Keynes (1937; 1980) denominó la transición de una menor a un mayor escala de actividad económica ni de la complejidad que han ido asumiendo las operaciones bancarias en la etapa de globalización financiera que comenzó después de los años setenta.

Al amparo de la misma, la desregulación y la liberalización se convirtieron en políticas dirigidas a elevar la eficiencia de los sistemas financieros, y las acciones implementadas para ese fin modificaron el funcionamiento de la banca. Con ello, las operaciones tradicionales de captación y financiamiento de corto plazo comenzaron a perder terreno frente a las que desarrolla la banca universal, estructura que tampoco es nueva pero que se popularizó con la globalización financiera.¹¹ En lo consecutivo la gama de actividades realizadas por la banca incluyen la transformación de activos, la gestión del riesgo, el procesamiento de la información y las inversiones en productos propios de los mercados de dinero y de capitales. De esto se desprende el que la banca desarrollara una estructura de administración de la

¹¹ En cuanto a este punto baste señalar que en Alemania los bancos más grandes tradicionalmente han operado como bancos universales que siempre mantuvieron una relación estrecha con importantes empresas no financieras.

liquidez, de diversificación de riesgos y de operaciones de fondeo en el interbancario y los mercados de capitales internacionales (Rich and Walter, 1993; Swary y Topf, 1993; BIS, 2000; Allen and Gale, 2000).

En ese proceso, en el rubro de los activos y los pasivos bancarios se incluyeron valores e innovaciones financieras¹² que podían negociarse de forma bilateral con base en el pago de comisiones en mercados over the counter, es decir, fuera de los mercados organizados. Estas operaciones generan beneficios para la institución financiera, el emisor y el inversionista. Las ventajas para la institución financiera, sea por ejemplo un banco comercial o de inversión, es que mediante su operación pueden obtener liquidez e ingresos distintos a los producidos con las operaciones activas tradicionales.¹³ Además, como son operaciones del tipo off-balance-sheets, no aparecen en las hojas de balance de la institución financiera, lo que le permite no hacer pública con exactitud su exposición al riesgo ni tener que aumentar su capital o sus reservas conforme los riesgos se incrementan.¹⁴ El emisor, por su parte, y como comentamos anteriormente, tiene la ventaja inicial de obtener recursos a menores costos de los que implica un crédito bancario, y para el inversionista el mayor beneficio de incluir alguna innovación financiera en su portafolio de inversión no es sólo la diversificación del riesgo sino la posibilidad de obtener

¹² Estos pueden ser futuros sobre divisas, futuros sobre préstamos, opciones sobre tipos de cambio y swaps en divisas y tasas de interés, por mencionar algunos.

¹³ La mayor exposición al riesgo se origina en el hecho de que el banco vendedor asegura contra el riesgo de incumplimiento los paquetes crédito involucrados en este tipo de operaciones.

¹⁴ Lo que incluso puede utilizarse como forma para eludir el cumplimiento de los requerimientos internacionales sobre estándares de capital mínimo como los establecidos en los diferentes Acuerdos de Basilea. Estos han ido cambiando con el tiempo en función de la evolución de las crisis financieras, y ello ha llevado a los reguladores a tratar de proteger los activos de los bancos mediante el establecimiento de reglas de capitalización y de calificación de activos en riesgo que suponen la creación de reservas adicionales. El índice de capitalización establecido por el Banco Internacional de Pagos es del 8 por ciento y los riesgos sobre los que se hacen las ponderaciones son el de crédito y el de mercado.

altas ganancias por movimientos especulativos. Sin embargo, para que se realicen las expectativas de todos los actores involucrados es condición indispensable que el mercado financiero opere normalmente en términos de la realización de los flujos de ingreso esperados para cumplir de las obligaciones que se hayan generado. Si ello no sucede por cualquier hecho que modifique el sentimiento de los inversionistas -el incremento abrupto de las tasas de interés, la pérdida del valor de los activos o la reducción de la liquidez- se puede desatar una crisis sistémica como la que en estos momentos atraviesa el sistema financiero mundial.¹⁵

En paralelo a las transformaciones en la operación bancaria, la estructura organizativa en el sistema bancario como un todo también se modificó y actualmente una de las expresiones más acabadas de su evolución son los centros bancarios internacionales, los cuales se constituyen por la aglomeración de instituciones bancarias en redes de bancos y otras instituciones financieras no bancarias en mercados específicos o jurisdicciones donde desarrollan actividades como la compensación en operaciones de pagos y comercio de valores internacionales, el comercio de servicios financieros transfronterizos y los créditos internacionales, por señalar algunas . Los capitales que controlan y tienen la mayor participación en los centros bancarios y en la actividad bancaria internacional son ingleses, americanos, japoneses, seguidos muy por debajo de capitales europeos, particularmente alemanes, franceses y suizos (von Peter; 2007). Esto implica que cualquier cosa que

¹⁵ Este proceso está claramente ilustrado con la crisis hipotecaria que se fue gestando paulatinamente en Estados Unidos y que comenzó a expresarse de forma abierta en 2007 con sus secuelas de destrucción de la confianza en la intermediación y en los actores vinculados a la misma y que precipitó una crisis financiera que arrastró a todos los sistemas financieros.

acontezca con el manejo de sus activos y pasivos tiene repercusiones inmediatas en la actividad financiera internacional.

Lo antes señalado muestra que las transformaciones en la operación y la estructura organizativa en la banca y que tienen que ver con una desregulación y una liberalización financiera que permitieron, en cierto sentido, borrar la diferencias entre su operación y la del mercado de valores han generado un cúmulo de fenómenos económicos como la consolidación de patrones de consumo basados de manera casi exclusiva en el crédito, la creciente preferencia por inversiones que dependen estrictamente de la riqueza en el sector financiero, la cual por su propia naturaleza especulativa es altamente inestable y frágil y, finalmente, crisis financieras que rápidamente se convierten en sistémicas (Minsky, 1982, 1986). En ese contexto, las consecuencias de los cambios en estructura bancaria, en las transformaciones operativas y de gestión de los activos bancarios y en la consolidación de sistemas financieros para intermediarios, a la luz la profundidad de la actual crisis financiera que abarca prácticamente, aunque con algunas diferencias, a todas las economías, y donde los sistemas financieros de los países desarrollados han sido de los más golpeados por la insolvencia, obliga a una reflexión económica diferente a la que venía predominando en espacios académicos y del quehacer público no sólo respecto de las tipologías de crisis bancarias, cambiarias o gemelas (Krugman, 1979; Mishkin, 1996; Kaminsky and Reinhart, 1998) sino en relación con el funcionamiento del sistema financiero y de las políticas e instituciones que en la globalización le dieron una operatividad centrada en la especulación.

3.- Hacia la Reconstrucción de Políticas Financieras para el Desarrollo.

La dinámica de la crisis financiera global más reciente, la cual esta enraizada en la gestión de los activos bancarios con un marcado sesgo hacia la especulación, impone serios retos en el plano teórico y en el práctico. En el primero, esos retos deberían ser afrontados con un marco analítico y reflexivo diferente al emanado de las propuestas vinculadas a los mercados en equilibrio y eficientes, con información simétrica y actores racionales. Los mismos marcos explicativos que hicieron eco en una buena parte de la reflexión económica que acompañó la evolución del sistema financiero internacional desde por lo menos el último tercio del siglo pasado cuando Shaw (1973) y McKinnon (1973) postularon que la represión financiera no sólo impedía la profundización financiera -acumulación de activos financieros a un ritmo más rápido que la acumulación de riqueza no financiera- sino que inhibía las inversiones más productivas y reducía la eficiencia del uso del capital. En esa reflexión se vio a la intervención gubernamental, ya fuera en la forma de la regulación o mediante la creación de políticas e intermediarios financieros, como la causa central del mal funcionamiento del sistema financiero y del financiamiento de proyectos de baja rentabilidad del capital que retrasaban el crecimiento económico.¹⁶ El *quid* es que al amparo de esa visión, desde el ámbito internacional, se promovieron políticas –reformas económicas y financieras- que cambiaron el panorama de las finanzas internacionales y acentuaron tres problemas fundamentales: la ausencia de cooperación monetaria y financiera internacional, una permanente desinversión en la industria en favor de las inversiones financieras y la inestabilidad financiera.

¹⁶ En Mckinnon (1991) y Mckinnon y Pill (1997) se mantiene la línea argumentativa en el sentido de que la liberalización del sistema financiero sirve para atraer capitales externos que al invertirse internamente en los proyectos más productivos incrementan el crecimiento económico.

Además con la creación de sistemas financieros más para intermediarios que para personas o empresas no sólo aumentó la volatilidad en el sistema financiero internacional y el riesgo sistémico en los servicios bancarios y otros servicios financieros, también hizo que el crecimiento económico fuera más lento y al mismo tiempo insuficiente para satisfacer las necesidades de la población. Esto que se expresó de manera contundente en las secuelas de las crisis financieras de los noventas, fue referido en el Reporte sobre Comercio y Desarrollo 2000 en los siguientes términos: “Las grandes oscilaciones de la actividad económica que acompañan a los ciclos financieros de auge-recesión-recuperación tiene consecuencias duraderas para el crecimiento y el desarrollo a más largo plazo” (UNCTAD, 2000:81). Situación que ahora tiende a complicarse porque la crisis financiera de la innovación puso en el camino de la recesión a las economías desarrolladas con tasas de crecimiento real de menos del 1 por ciento y con un crecimiento todavía más que lento en los países en desarrollo como resultado de la caída de los precios de las materias primas y de una menor demanda externa de mercancías (IMF, 2008; World Bank, 2009).

Entonces frente a la profundidad y los efectos de esta crisis es necesario revisar los esquemas teóricos que alentaron la desregulación financiera mundial y en la práctica, no menos importante, acelerar la construcción de una nueva arquitectura financiera internacional donde se restablezcan mecanismos de cooperación y coordinación multilateral para contar con un sistema de pagos internacional con políticas financieras, monetarias y cambiarias que garanticen márgenes de seguridad para el funcionamiento del sistema financiero mundial y

den certeza a la planeación económica entre países (Eatwell and Taylor, Arestis, et.al., 2005; 2006: WEF, 2009).

En el ámbito interno los retos a enfrentar son diversos, no sólo por la urgencia derivada de las condiciones de emergencia económica presente sino porque las formas bancarias operativas de la globalización se replicaron localmente como resultado de la desregulación y liberalización financieras que acompañaron a la reforma financiera de finales de los años ochenta. Ahora enfrentamos un escenario caracterizado por una laxa regulación sobre las actividades de los intermediarios financieros privados, la distorsión sectorial del crédito, la caída del financiamiento al sector productivo y, prácticamente, la cancelación de las políticas financieras de desarrollo activas. Lo cual como menciona Ibarra ha desembocado en “menguados servicios de intermediación destinados a la producción nacional (2004:95).

El problema es que la reprivatización, el surgimiento de nuevos intermediarios y prácticas financieras, el fortalecimiento de la banca de desarrollo como banca de segundo piso, la “racionalización” de los fondos de fomento económico, la crisis y la transnacionalización de la banca, ante un Estado que se replegó en muchos campos de la actividad económica y, particularmente, en materia de políticas de financiamiento del desarrollo en favor de opciones de mercado supuestamente más eficientes han contribuido poco a tener una banca funcional al desarrollo. Ello justifica la necesidad de integrar un conjunto amplio de políticas sectoriales y líneas de financiamiento dirigidas a actividades claves de la economía. Esto pasa por tres campos de acción fundamentales: el de la banca de desarrollo, el de las instituciones financieras no bancarias y el de la regulación.

En cuanto al primero hay que señalar es que ante la magnitud de los problemas que enfrenta la economía¹⁷ y que se han hecho más evidentes con la crisis financiera mundial tiene que revitalizarse la figura de la banca de desarrollo como “agente de políticas públicas de financiación” (ALIDE, 2009). Entendiendo por ello la puesta en práctica de acciones de gobierno y políticas crediticias anticíclicas que más allá de la coyuntura actual, y en función de políticas de largo de mediano y largo plazos conducidas por el Estado y sustentadas con recursos de diversas fuentes, permitan el otorgamiento de “nuevas líneas de crédito para los sectores de la industria, agricultura, vivienda social, Pymes, comercio exterior, infraestructura, etc.,” (ALIDE, 2009: 16). En paralelo, y mediante los fideicomisos que ya existen o con la creación de otros adicionales se puede apoyar con recursos de largo plazo las inversiones destinadas al desarrollo y la innovación tecnológica, la renovación permanente de la infraestructura urbana e industrial y los proyectos destinados al cuidado del medio ambiente.

Hacer lo anterior pasa por recuperar la figura de banca de primer piso mediante una estrategia de profesionalización de los procesos de evaluación del crédito de fomento, no sólo para diferenciarlo del crédito de la banca comercial, sino para contar con estrategias eficaces de recuperación de los créditos que aseguren la solvencia de las propias instituciones. Con ello se podrían restaurar los niveles de intermediación perdidos con la estrategia de banca de segundo piso sin desatender las mejores políticas de gestión de los diferentes riesgos involucrados en las operaciones de crédito y sin menoscabo

¹⁷ Véase por ejemplo el interesante trabajo en el que Nadal (2001) muestra como las contradicciones del modelo de economía abierta implementado en el país ha tenido efectos devastadores sobre la planta industrial, el comercio, el consumo y el empleo. De ahí que el deterioro económico presente sólo puede ser parcialmente atribuido a la crisis internacional.

de la transparencia y el cuidado de los recursos manejados por la banca de desarrollo (Gómez, 2007). De esta forma las instituciones de banca de desarrollo no podrían ser más vistas como agentes distorsionantes del mercado sino como actores que hacen efectiva la implementación de las estrategias de financiamiento del desarrollo que por su propia importancia, en sus características, contenido y definiciones sectoriales sólo pueden ponerse en marcha por el Estado.¹⁸ Es decir hay que reconstruir el papel de la banca de desarrollo en las políticas públicas financieras como líderes de una oferta de crédito estratégica para el fomento económico, incluyendo algunas operaciones de capital de riesgo, siempre y cuando garanticen que los beneficios producidos tengan un alto impacto económico y social. En esta perspectiva, como señalan Murulanda y Paredes, la banca de desarrollo debe estar:

[...] orientada fundamentalmente a ofrecer recursos en las condiciones requeridas para financiar el desarrollo; a facilitar el acceso al crédito; y a desarrollar mecanismos de canalización de capital de riesgo. En este sentido se considera que la banca de desarrollo puede cumplir la función no solo de complementar el sistema bancario en general, sino también de ser instrumento para estimular el desarrollo del mercado de capitales” (2005: 48).

Esta posición coincide con el Diagnóstico sobre la Banca de Desarrollo hecho por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados (2008) en donde si bien es cierto se reconoce el avance en algunos de sus indicadores también se señala la necesidad de centrar su atención en la población objetivo, en lograr la coordinación de las actividades de las diferentes

¹⁸ La implementación se entiende en el campo de las políticas públicas como el proceso que permite alcanzar los objetivos de las políticas públicas. Es decir, se refiere al tránsito entre el diseño de la política pública y su completa ejecución.

instituciones de banca de desarrollo, en complementar las actividades de los intermediarios del sector privado e incrementar los flujos de créditos a la economía. Siendo esto último fundamental porque como menciona Gómez en relación con el funcionamiento de la banca comercial privada que opera en el país: “Es un hecho incuestionable que la banca deja muchos huecos en el financiamiento de la actividad productiva” (2007, 87)

El segundo campo de acción es el relacionado con las modalidades de financiamiento alternativo, vía las instituciones financieras de ahorro y crédito popular. Este sector está integrado por las uniones de crédito, las sociedades de ahorro y préstamo, las entidades de ahorro y crédito popular –bajo la figura de sociedades cooperativas de ahorro y préstamo- y las sociedades financieras populares que en conjunto suman 194 entidades para el fomento del ahorro popular, supervisadas por 13 federaciones y 1 confederación.¹⁹ Para dimensionar su importancia baste considerar que si bien es cierto a mediados de la década atendían a “más de dos millones de clientes” (Paxton, 2005: iii), en el 2007 sólo en 46 por ciento de los 2443 municipios en que está dividido el territorio nacional había presencia de intermediarios financieros, lo que significa una franja de aproximadamente a 11.6 millones de potenciales clientes sin atender en las diversas regiones del país (Bansefi, 2008). Es más, actualmente, sólo el 26 por ciento la población urbana y el 6 por ciento de la rural tienen acceso a cuentas en instituciones financieras, situación que muestra la escasa bancarización existente en el país. A lo que habría que añadir los costos de no poder acceder a servicios financieros formales y a

¹⁹ La entidad que agrupa a las Federaciones y responde a la CNBV es la Confederación de Cooperativas Financieras de la República Mexicana (Cofirem).

servicios financieros formales con costos competitivos (Ruiz, 2003; Comité Latino Americano de Asuntos Financieros; 2006; Carrera, 2009).

De lo anterior se desprende que el sector de ahorro y crédito popular puede contribuir no sólo mejorar la penetración de los servicios financieros formales en los sectores de bajos ingresos, llevado los servicios financieros formales a amplios sectores de la población urbana y rural, también puede contribuir a la generación de empleos porque su actividad financiera es útil en el financiamiento de inversiones en los proyectos productivos de sus socios en ramos como el agropecuario, el industrial o el comercial. Y esto, como ya comentamos, puede mejorar las condiciones económicas en diversas regiones o comunidades (Cruz, 2001; Imperial, 2004). Además no menos importante es, como muestra Conde (2004; 2007), que su funcionamiento permite la democratización de los sistemas de ahorro y crédito a una escala que no es relevante para la banca comercial pero sí para del desarrollo económico y social porque en la medida en que su volumen de actividades aumente puede generarse una mayor competencia con la banca que podría inducir la reducción de los costos de los servicios bancarios. En este sentido, el sector de ahorro y crédito popular, que cuenta con intermediarios financieros no bancarios que en muchos casos tienen décadas de experiencia en el manejo de las finanzas populares constituye un nicho esencial para de desarrollo financiero a nivel regional y local.

El tercer campo de acción es el relativo a los cambios institucionales requeridos para reorientar las actividades bancarias hacia el logro de los objetivos económicos y sociales del gobierno, aspecto crítico en la medida en las condiciones presentes de extranjerización de la banca imponen grados de

libertad reducidos para recomponer el marco de regulación que permitió que el crédito fuera uno de los instrumentos de política financiera para acelerar el desarrollo hasta principios de los años ochentas. Para Ayala esto es claro cuando afirma: “La solución a los problemas de la banca no es algo fácil de lograr, pues los intereses estrechos de los grupos económicos pueden obstruir las reformas pertinentes” (2003: 273).

Pero a pesar de ello, y por las propias circunstancias económicas, se impone la urgencia de reconocer el imperativo de crear nuevas instituciones, diferentes a las del mercado que dominaron la reforma financiera que comenzó a finales de los ochentas, que permitan aprovechar los recursos crediticios en las áreas de económicas de mayor impacto en el bienestar de la población.

Una nueva institucionalidad para la banca significa reubicar al Estado por encima de la simple discusión ideológica en la que sólo se le asigna un papel relevante en la supervisión financiera —en la forma de las recomendaciones del Basilea I y II respecto de la capitalización y administración del riesgo— y colocarlo como uno de los ejes rectores del funcionamiento y operación de la banca. De esa manera se podrían reconfigurar sus funciones como actor activo, organizando, creando y fortaleciendo a los intermediarios financieros de toda clase y a las instituciones financieras a fin de reubicar al sistema financiero en general y a la banca en particular al servicio del crecimiento. En esos términos, uno de los retos institucionales más importantes es crear políticas financieras orientadas a favorecer las actividades productivas, las cuales deben estar enmarcadas en un programa económico orientado a lograr un desarrollo económico sostenible y de largo plazo. Y ello pasa por reformular el marco institucional actual o

construir uno nuevo a fin de que se tenga una mayor control sobre las operaciones de la banca privada, en particular en lo que tiene que ver con los márgenes de intermediación, fondeo, las operaciones fuera de balance, el endeudamiento en moneda extranjera y fundamentalmente en la canalización de crédito a los sectores estratégicos en el campo y la industria.

Sin embargo, lo dicho hasta aquí es poco útil, si no se reconoce, que la crisis financiera presente marca un punto de inflexión en el debate económico en relación con las políticas y las instituciones del mercado, así como del liderazgo que el Estado debe asumir en el funcionamiento del sistema económico en general y del financiero en particular.

Conclusiones

La crisis financiera de la innovación hace impostergable la revisión de las bases teóricas y las políticas concretas sobre las que se construyó la actual arquitectura financiera internacional, con su falta de coordinación de las políticas monetarias y financieras entre países y con sus sistemas de intermediación más para intermediarios que para empresas y familias. Ya no se trata de la crisis del endeudamiento público o del desequilibrio de las cuentas con el exterior es una crisis de solvencia derivada, entre otros factores, de la desregulación que se tradujo en la pérdida de control sobre los procesos financieros para apoyar el crecimiento y de la fragilidad de la red de obligaciones que se creó con la transformación de la estructura y las operaciones en el sistema financiero a partir del creciente uso de las innovaciones financieras. Entonces si lo que se quiere es un sistema financiero más estable, ello implica otra forma de concebir el sistema financiero internacional. A pesar de las inquietudes que una propuesta de esa naturaleza

tiene dada la multiplicidad de intereses que giran en torno a los negocios de las finanzas internacionales, las secuelas que las crisis financieras están teniendo en la economía y el bienestar de la población mundial -falta de liquidez y cancelación del financiamiento, deterioro de los intercambios comerciales, cierre de empresas y desempleo- hacen necesario replantearse nuevas estrategias de coordinación para la operación del sistema financiero internacional.

En ese contexto, y dado que las consecuencias de la actual crisis en el campo económico y en términos de pérdida de bienestar social han profundizado la ya de por sí precaria situación económica interna se requiere reconstruir las políticas financieras para el desarrollo económico. Estas abarcan al funcionamiento de la banca de desarrollo, el fomento de estructuras de crédito compensatorias que mejoren la bancarización y permitan el acceso al crédito a los sectores que no lo tienen y la creación de un nuevo marco institucional que asegure que el funcionamiento del sistema financiero, y de la banca en especial, realmente sea un soporte del desarrollo económico y social en el país. Esto es de suma importancia porque la reforma financiera de los años ochenta no sólo no fortaleció las actividades crediticias, creó nichos de negocio que no favorecen el crecimiento económico y, en ese contexto, se requiere un control que más allá de la simple regulación reencause las actividades bancarias hacia los objetivos de crecimiento y bienestar social.

Lo anterior tendría que hacerse sin dejar de lado, en última instancia, que la creación de nuevas políticas de financiamiento del desarrollo tiene que pensarse en un espectro más amplio el de la revisión integral del modelo económico de libre mercado y del papel que el Estado tiene en la conducción

de los procesos económicos para asegurar un desarrollo de largo plazo y más equitativo.

Bibliografía.

- ALIDE (2009). Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el desarrollo. "El papel contracíclico de la banca de desarrollo frente a la crisis económica internacional". 39ª. Reunión Ordinaria de la Asamblea General de la Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo, Curazao, Antillas Holandesas, 19 y 20 de mayo.
- Allen, F. and D. Gale. (1994). "Limited Market Participation and Volatility of Asset Prices", *American Economic Review*, 84: 993:55.
- _____. (2000). *Comparing Financial Systems*. London, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Altman, R.C. (2009). "The Great Crash", *Foreign Affairs*, Vol. 88, Num. 1: 2-15.
- Arestis, et. al. (2005). "Financial Globalization: the need for a single currency and a global central bank". *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol.27. 3. 507-31.
- Ayala, J. (2003). *Instituciones para mejorar el desarrollo. Un nuevo pacto social para el crecimiento y el bienestar*. FCE, México.
- Bansefi (2008). *Plan estratégico 2008-2012*, en www.bansefi.gob.mx/BANSEFI/paginas/PlanEstatgico.aspx
- Baughn, W. and D. Mandich (1983). *The International Banking Handbook*. CECSA, Mexico.
- BIS. (2000). Bank of International Settlements. *Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organisations*. Basel Committee on Banking Supervision. Basel Switzerland.
- _____. (2007). Bank for International Settlements. *Institutional investors, global savings, and assets allocation*. CGFS Papers No.27, Basel, Switzerland.
- _____. (2008). Bank for International Settlements. *Innovations in credit risk transfer: implications for financial stability*. Working Papers No. 225.
- Cámara de Diputados (2008). *Diagnóstico de la Banca de Desarrollo en México*. Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. CEFP/117/2008.
- Carrera, M. (2009). "Bancarización. Retos y oportunidades. Proteja su Dinero", *Revista de Educación Financiera*, Año 10, Núm. 113: 16-18.
- Chesnais, F, y D. Plihon. (2003). *Las Trampas de las Finanzas Mundiales*. Economía Actual, . Economía Actual. AKAL, Argentina

- Cohen, R. (1991). "La transformación de las finanzas internacionales en el decenio de los ochentas", en *Nueva Fase del capital financiero, elementos teóricos y experiencias en América Latina*, Ceestem, ILET. México,
- Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros. (2006). *Declaración No. 15*. Washington. DC. USA.
- Conde, C. (2004). *¿Cómo Movilizar el Ahorro Popular Para (RE) construir un País?. La experiencia francesa*. México. El Colegio Mexiquense-La Colmena Milenaria. México.
- _____. (2007). "Contribución de las microfinanzas al desarrollo económico y social", en Calva, J. L. (Coord), *Agenda para el desarrollo*, Vol.6, México, Porrúa, UNAM, Cámara de Diputados.
- Correa, E. (2000). "Inversionistas Institucionales en un mercado financiero global", en Mántey, G. y N. Levy (Coords), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*. UNAM, ENEP Acatlán-DGAPA. México.
- Cruz, L. (2001). *Uniones de crédito buena opción de financiamiento y capacitación*, en www.condusef.gob.mx/revista/2001/21/decide/_21.htm
- Davis, E.P.and B. Steil (2001). *Institutional Investors*, MIT Press.
- Díaz, M. (2002). *Mercados Financieros de México y el Mundo*. México, Gasca.
- Eatwell, J. and L. Taylor. (2005). *Finanzas Globales en Riesgo. Un análisis a favor de la regulación internacional*, Argentina, CEFIDAR- Siglo XXI.
- Francis, J.C. (1991). *Investments. Analysis and Management*. 5th ed. New York, Series in Finance, McGraw Hill.
- Freixas, X. y J. Ch. Rochet. (1997). *Economía Bancaria*. Banco Bilbao Vizcaya, Antoni Bosch. Madrid.
- Frenkel, R. (2003). "Globalización y Crisis Financieras en América Latina". *Economía Política*, Vol.3: 94-111.
- Gómez, G. (2007). "Límites actuales de la banca de desarrollo en México", en Calva, J. L. *Agenda para el desarrollo*, Vol.6, México, Porrúa, UNAM, Cámara de Diputados.
- Guttmann, R. (2007). "The Global Credit Crunch of '07". CEPN, Paris XIII.
- Ibarra, D. (2004). "Globalización y banca", *Revista ECONOMÍAunam*, Vol.1, No. 2. 85-97.
- IMF (2008). International Monetary Fund. *World Economic Outlook, Financial Stress, Downturns, and Recoveries*, October.
- Imperial, R. (2004). "Las cajas de ahorro: instrumentos de la sociedad civil", *Comercio Exterior*, Vol.54, Núm, 7, julio. 606-11.

- Kamisky, G. and C. Reinhart (1998), "the Twin Crises: The causes of Banking and balance of payments Problems", *American Economic Review* 89: 473-500.
- Keynes, J. M. (1937). "Alternative Theories of the Rate of Interest". *Economic Journal*, (Jun): 241-252.
- _____. (1980). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, FCE. México.
- Kohn, M. (1991). *Money, Banking, and Financial Markets*. USA, The Dryden Press.
- Krugman, P. (1979). "A model of balance of payments crises". *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11 (3): 311-325.
- Martínez, E. (1993). *Futuros y Opciones en la gestión de carteras*. Madrid, McGraw Hill, IESE.
- McKinnon, R. I (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC. Brookings Institution.
- _____. (1991). *The order of economic liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press.
- _____. and H. Pill. (1997). "Credible Economic Liberalization and Overborrowing", *The American Economic Review*, Vol. 87. No. 2. Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meeting of the American Economic Association, 189-93.
- Minsky, H. (1982). *Can it happen again?. Essays on Instability and Finance*, New York, M.E. Sharpe,
- _____. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, C: Yale University Press.
- Mishkin, F.(1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", *Federal Reserve Bank of New York*. Graduate School of Business, Columbia University and NBER.
- Murulanda, B. y M. Paredes. (2005). La evolución y perspectivas de la banca de desarrollo latinoamericana frente al caso colombiano. Serie Financiamiento del Desarrollo No. 153. Unidad de Estudios Especiales, naciones Unidas, CEPAL, santiago de Chile.
- Nadal, A. (2001). "Contradicciones del Modelo de Economía Abierta. Programa sobre Ciencia y Tecnología". *Documento de Trabajo No. 1-01*. El Colegio de México, México.
- OCDE. (1997). Organisation for Economic Co-operation and Development. *Financial Market Trends*, (67).
- _____. (2008). Organisation for Economic Co-operation and Development. *Recent Trends in Institutional Investors Statistics, in Financial Market Trends*, ISSN 1995-2864.

- Praxton, J. (2003). *Technical Efficiency in Mexico's Popular Savings and Credit Sector*. Bansefi. Mexico.
- Puyana, J. (2000). "Globalización, neoliberalismo y la crisis asiática: la necesidad de un nuevo orden financiero", en Mántey, G. y N. Levy. (Comps). *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*. UNAM, ENEP-Acatlán. DGAPA. México.
- Rich, G. and Ch. Walter. (1993). "The Future of Universal Banking". *Cato Journal*, Vol. 13, No.2, (Fall, 1993) 289-313.
- Ruíz, C. (2003). *Proyecto del Banco Mundial. ¿Cómo impulsar el acceso a los servicios financieros? Estudios del Área Metropolitana de la Ciudad de México. Acceso a los Servicios Financieros en las Áreas Urbanas. Análisis de Oferta y Demanda*. México, UNAM-World Bank.
- Shaw, E.S. (1973). *Financial deepening in economic development*. New York/ London, Oxford, University Press.
- Swary, I. y B. Topf (1993). *La desregulación financiera global. La banca comercial en la encrucijada*. Economía Contemporánea, México, FCE.
- Tufano, P. (2002). "Financial Innovation". in Constantinides et. al. (Eds). *Handbook in Economics 2. Handbook of the Economics of Finance*. Vol.1 A. Corporate Finance. Elsevier, North Holland.
- Toporovski, J. (2000). *The End of Finance. Capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*. Routledge Frontiers of Political Economy, London and New York.
- UNCTAD. (2000). *Trade and Development Report. Global economic growth and imbalances*. United Nations. New York and Geneva.
- von Peter, G. (2007). "International banking centers: a network perspective". *BIS Quarterly Review*, December.
- WB. (2009). World Bank. *Swimming against the tide: how developing countries are coping with global crises*.
- WEF, (2009). World Economic Forum. *The Future of the Global Financial System. A near-term outlook and long term scenarios*, in collaboration with O. Wyman. Cologny, Geneva.