

Impactos de la desregulación en la estabilidad y transparencia del sistema financiero argentino

Impacts of deregulation on the stability and transparency of the Argentine financial system

Germán D. Feldman¹

Alejandro Formento²

Resumen

El presente trabajo analiza la estructura actual y el régimen de supervisión del sistema financiero argentino, con el fin de identificar los principales riesgos sistémicos existentes en el mismo. En particular, se describen los vacíos regulatorios que dan lugar a la posibilidad de arbitrajes para eludir la normativa y los controles, y se caracterizan los principales actores y operatorias domésticas de la denominada «banca en la sombra». En este contexto, se repasan las principales medidas desregulatorias encaradas por las autoridades del Banco Central desde diciembre de 2015 y sus potenciales impactos sobre la estabilidad y transparencia financiera. Finalmente, se plantean algunas recomendaciones de política para reducir los niveles de fragilidad financiera.

Palabras clave: banca en la sombra, banco central, desregulación financiera, riesgo sistémico

Abstract

In this paper we analyze the current structure of the Argentine financial system and its regime of public supervision, emphasizing its main sources of systemic risk. In particular, we identify the deficiencies in regulation that allow for arbitrage opportunities to elude norms and controls and characterize the most significant entities and activities of the so-called

¹ Ex Director BCRA y Ex Superintendente de Entidades Financieras y Cambiarias. Profesor e Investigador IDAES/UNSAM, e-mail: gfeldman@unsam.edu.ar

² Ex Director BCRA. Profesor UNM.

«shadow banking» system at the domestic level. In this context, we review the deregulation measures implemented by the Central Bank since December 2015 and explore their potential impact on financial stability and transparency. Finally, we suggest some policy recommendations to mitigate financial fragility.

Keywords: central bank, financial de-regulation, shadow banking, systemic risk

1. Introducción

Existe una vasta literatura que vincula positivamente la expansión financiera con el desarrollo económico a través de diversos canales. Esencialmente, el sector financiero ejerce múltiples funciones que potencian el nivel de inversión privada de un país y, con ello, el ritmo de acumulación de capital físico (por ejemplo, produce información sobre posibles oportunidades de inversión, monitorea la ejecución de dichos planes, facilita la diversificación y el manejo del riesgo, moviliza el ahorro nacional, etc.).³ Sin embargo, también es ampliamente reconocido -la experiencia de las economías centrales en las últimas tres décadas así lo confirma- que la expansión del sector financiero *per se* no constituye necesariamente un aspecto virtuoso del sistema, ya que en un contexto de desregulación pueden generarse dinámicas de inestabilidad, creciente desigualdad de ingresos y estancamiento económico secular.^{4 5} Más aún, la etapa de crecimiento económico sostenido de Europa Occidental y Estados Unidos durante la segunda posguerra, en lo que se denominó la «Época de Oro» del

³ Para una revisión teórica y empírica de los canales virtuosos entre desarrollo financiero y crecimiento, se recomienda al lector el texto de Levine (2005).

⁴ Cf. Minsky (1977a y 1977b) para un abordaje teórico de la «hipótesis de inestabilidad financiera» y del concepto de fragilidad financiera.

⁵ Véase Stirati (2013), Pivetti (2013 y 2014) y Hein (2013) para el impacto de la «financiarización» sobre la desigualdad de ingresos, o bien Barba y Pivetti (2009) para el carácter explosivo de una dinámica de consumo impulsada por el endeudamiento de los hogares.

Capitalismo Industrial (Marglin y Schor, 1990), demuestra que el sistema financiero también puede expandirse en un contexto de fuerte regulación e intervención estatal.

En el marco de esta trilogía crecimiento-profundización financiera-regulación, el objetivo del presente trabajo es discutir los potenciales riesgos sistémicos que pueden surgir como resultado de promover la expansión del sector financiero por la vía de su desregulación, receta que han elegido las nuevas autoridades del Banco Central de la República Argentina (BCRA). En efecto, desde diciembre de 2015 se han encarado una serie de reformas regulatorias con el fin de promover la competencia dentro del sistema financiero, que han devenido en una supervisión más laxa, con énfasis exclusivamente en aspectos vinculados con la solvencia y liquidez de los bancos, y sin abordar la problemática que representan los sujetos y actividades que se agrupan dentro de lo que se conoce como *shadow banking*, «banca en la sombra».

De este modo, a contramano de las recomendaciones internacionales que emergen de organismos supranacionales tales como el G20, el Comité de Estabilidad Financiera (FSB por sus siglas en inglés) y el Comité de Basilea, que han planteado, al menos desde lo discursivo, un cambio de enfoque en materia de regulación y supervisión del *shadow banking* con posterioridad a la crisis financiera internacional de 2007-8, en nuestro país se observa una tendencia hacia la generación de mayores espacios para el arbitraje regulatorio⁶ y la interacción entre el sistema financiero formal y los

⁶ Este concepto refiere a la utilización por parte de los agentes económicos que intervienen en el sistema financiero de los intersticios normativos o lagunas de los marcos regulatorios con el objeto de efectuar operaciones muchas veces irregulares y a la sombra de los controles estatales. Podemos definirlo como el aprovechamiento de los espacios normativos e institucionales intermedios, para efectuar operaciones integradas que, por su magnitud y alcance, terminan por no ser plenamente supervisadas desde el Estado. Como señalan Demaestri y Ferro (2013), este concepto refiere a aquellos casos en que los “conglomerados financieros que con reguladores múltiples podrían realizar arbitrajes regulatorios al maximizar beneficios en forma conjunta mientras persistan zonas grises o vacíos en la regulación y supervisión, o simplemente por una deficiente comunicación entre supervisores” (p. 77).

sujetos no regulados, lo cual implica asumir mayores riesgos sistémicos y, por lo tanto, profundizar la fragilidad financiera.

El trabajo se estructura de la siguiente manera: en la sección 2 se abordan las recomendaciones internacionales en materia de regulación macroprudencial y del fenómeno de *shadow banking*. En la sección 3 se hace una revisión de las principales características del sistema financiero argentino y del esquema de supervisión vigente, a la vez que se identifican diversos espacios que existen para desarrollar arbitrajes regulatorios. En la sección 4 se repasan los principales cambios regulatorios domésticos que tuvieron lugar desde diciembre de 2015. Finalmente, se concluye con algunas recomendaciones de política para robustecer el sistema financiero local.

2. Recomendaciones internacionales de riesgos sistémicos

Con posterioridad a la crisis financiera internacional de 2007-8, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS)⁷ adoptó diversas pautas orientadas principalmente a ampliar los capitales regulatorios mínimos exigidos a los bancos y dotar a la supervisión estatal de una mirada más sistémica (macroprudencial), teniendo en cuenta las falencias que evidenció el modelo anterior en este plano.⁸ Este proceso de revisión del régimen previo, terminó por definir los pilares del nuevo esquema de regulación y supervisión propuesto en los documentos denominados “Basilea III”.⁹

⁷ El BCBS -Comité dependiente del Banco de Pagos Internacionales (BIS por sus siglas en inglés) – es el principal organismo rector a nivel mundial de la regulación prudencial de los bancos. Su mandato es fortalecer la regulación, supervisión y las buenas prácticas de los bancos en todo el mundo para propender a la estabilidad financiera. Si bien sus recomendaciones no son vinculantes, constituyen una referencia obligada en el plano internacional, máxime teniendo en cuenta que la Argentina es miembro del BIS por intermedio del Banco Central de la República Argentina.

⁸ Véase, por ejemplo, Jácome (2013).

⁹ Basilea III mantiene la lógica y los pilares del marco regulatorio de Basilea II, a la vez que apunta a reforzar la calidad y cantidad de capital, y mejorar la cobertura de riesgo de las entidades financieras. En materia de supervisión, centralmente se plantea disminuir el papel de las calificadoras de riesgo en las normativas bancarias.

En este sentido, algunos de los aspectos más significativos del modelo de supervisión vigente en nuestro país y que se relaciona con lo expuesto en el punto precedente del presente trabajo, se vincula con la progresiva incorporación de las pautas y estándares promovidos por el BCBS, del cual Argentina es país miembro.

De este modo, en 2011 el BCRA publicó su hoja de ruta para la implementación de los modelos de regulación y supervisión del sistema financiero que se definieron en el marco del Comité de Supervisión como “Basilea II” (2004) y “Basilea III” (2010) y que se vienen implementando progresivamente a lo largo de estos años. Las principales medidas son las siguientes:

i) Enfoque del indicador básico de Basilea II para determinar la exigencia por riesgo operacional y disposiciones sobre riesgo de crédito y capital computable; ii) Incorporación de los requisitos del Pilar 2 referidos al proceso de examen supervisor a los lineamientos para la gestión de riesgos; iii) Exigencia adicional de capital para las entidades financieras sistémicamente importantes a nivel local (D-SIBS); iv) Coeficiente de Apalancamiento (LR); v) Ratio de Cobertura de Liquidez (LCR); vi) Requerimiento de capital específico para las exposiciones de las entidades financieras frente a las cámaras compensadoras o “entidades de contrapartida centrales”; vii) Margen de conservación de capital; viii) Margen anticíclico.¹⁰

De este conjunto de medidas, se destacan aquellas referidas a la ampliación del capital disponible de las entidades financieras para afrontar situaciones de crisis o estrés sistémico, con el objetivo de garantizar la estabilidad del sistema y los derechos de los

¹⁰ Otras medidas a implementar en el corto plazo son las siguientes: liquidez intradiaria, coeficiente de financiación estable neta, gestión de riesgos e intensificación de la supervisión de los DSIBs (por sus siglas en inglés, bancos sistémicamente importantes a nivel local) y adopción de las normas contables internacionales (NIIF).

depositantes. En definitiva, éste es el eje del modelo propuesto en Basilea III.¹¹

Adicionalmente, la crisis financiera internacional puso en evidencia la existencia de riesgos sistémicos no previstos por las autoridades regulatorias y que se habían ido acumulando durante la fase previa de expansión de la economía mundial en una porción del sistema financiero ajena a la regulación y supervisión estatal¹². Es por ello que, con el fin de corregir errores previos, en la última década tanto el G20, como el FSB y el BCBS han comenzado a abordar el fenómeno de la «banca en la sombra» o *shadow banking*, con vistas a desarrollar un marco regulatorio adecuado.

En este sentido, en el año 2010 los líderes del G20 encomendaron al FSB la elaboración de propuestas de política para fortalecer la regulación sobre la banca en la sombra, definida como aquellas entidades y actividades estructuradas por fuera del sistema financiero regular pero que, al igual que las entidades bancarias, ofrecen servicios de intermediación financiera.¹³

Como reveló la crisis, la banca en la sombra puede ser una importante fuente de riesgo sistémico, tanto de manera directa como a través de su interconexión con el sistema financiero formal. Estas entidades se encuentran más expuestas a corridas en contextos de incertidumbre y pérdida de confianza en el mercado ya que no acceden directamente a la ventanilla de liquidez del Banco Central en su papel de prestamista de última instancia, al tiempo que son más propensas a registrar elevados ratios de

¹¹ Cf. Warman (2013).

¹² Entre los aspectos (des)regulatorios que favorecieron el crecimiento de la banca en la sombra desde mediados de la década de 1970, se destacan la posibilidad de que los fondos mutuos *money market* capten depósitos bancarios, la *securitización*, que permitió a los bancos mover activos fuera de su hoja de balance, y los acuerdos de recompra (repos), que posibilitaron utilizar bonos securitizados como si fueran dinero (Gorton y Metrick, 2010)

¹³ *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*. Octubre de 2011.

apalancamiento y a asumir mayores niveles de exposición al riesgo crediticio.

Es por ello que el FSB fijó entre sus objetivos elaborar un esquema de supervisión efectiva de estas actividades, caracterizando a los diferentes actores que conforman dicho sistema y proponiendo medidas regulatorias adicionales que reduzcan los vasos comunicantes que poseen con el sistema financiero formal, limitando así las posibilidades de arbitraje regulatorio. A tal fin, cada jurisdicción debe identificar los riesgos existentes, generar los regímenes informativos y otras fuentes de datos necesarios para monitorear estas actividades, tener una perspectiva flexible y adaptable para detectar las eventuales innovaciones financieras que tengan lugar para evadir la regulación, detectar los vacíos regulatorios que dan lugar a arbitrajes para evadir la normativa vigente, intercambiar información con otros organismos de supervisión locales y con otras jurisdicciones, etc.¹⁴

Por su parte, el BCBS planteó una serie de recomendaciones de política que implican reformular los criterios de consolidación, grandes exposiciones y política de inversiones de los bancos comerciales, etc., con el fin de reducir la propagación de los riesgos desde la banca en la sombra hacia el sistema bancario formal.

Como veremos a continuación, a diferencia de la efectiva adopción de medidas macroprudenciales que implicaron incrementar el capital regulatorio de los bancos comerciales, el proceso de incorporación de este segundo pilar de la agenda planteada por los organismos internacionales de regulación y supervisión financiera en relación al modelo local se vio interrumpido -y desandado en

¹⁴ Véase el documento del FSB, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Overview of Policy Recommendations*, de agosto de 2013.

diversos aspectos-, en pos de una supuesta promoción de la expansión del sector financiero por la vía de su desregulación.

3. El sistema financiero argentino

3.1 Morfología

Existe cierto consenso respecto de que el sistema financiero argentino es solvente y líquido, pero a la vez pequeño, poco profundo y concentrado:¹⁵ al cierre de 2016, los depósitos bancarios del sector privado no financiero representaban 21.8% del Producto Interno Bruto (PIB), mientras que los créditos otorgados por las entidades a este segmento alcanzaban 12.8% del mismo.¹⁶

El análisis comparativo internacional permite vislumbrar esto con toda claridad: a nivel latinoamericano, el promedio del crédito del sistema financiero al sector privado asciende a 41% de PIB, destacándose los casos de Chile (80%), Brasil (50%) y Colombia (42%).¹⁷

Asimismo, resulta evidente la concentración del negocio de la intermediación financiera a nivel local: sobre un total de 78 entidades autorizadas a funcionar por el BCRA, los 10 primeros bancos de capitales privados nacionales y/o extranjeros (Bancos Credicoop, Galicia, Macro, Patagonia, Santander Río, Supervielle, BBVA Francés, Citibank, HSBC e ICBC) explican 42% de los depósitos del sistema y 53% de los créditos totales.¹⁸

¹⁵ Estas características son reconocidas tanto por el BCRA en su Informe de Estabilidad Financiera correspondiente al primer semestre de 2016, como por el Fondo Monetario Internacional, en su *Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 16/64, de febrero de 2016.

¹⁶ Fuente: elaboración propia en base a información oficial disponible en sitios web del INDEC y el BCRA. El dato corresponde a préstamos y créditos al sector privado no financiero en moneda nacional y extranjera calculado sobre la base del balance consolidado del promedio de saldos al 30/12/16.

¹⁷ Fuente: BCRA, datos correspondientes al año 2015.

¹⁸ Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales del BCRA.

Otra característica particular de la morfología del sistema financiero viene dada por el tipo de estructura jurídica y societaria que detentan estas entidades bajo la forma de *holdings* o grupos económicos. Entre las 10 principales entidades privadas mencionadas, sobresale la constitución de sociedades anónimas que ejercen el control societario de los bancos, conformando, adicionalmente, otras empresas -también controladas por estas personas jurídicas- dedicadas a la prestación de servicios financieros complementarios y/o el desarrollo de actividades vinculadas.

A título ilustrativo, se pueden analizar los casos del Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. (capital nacional) y el HSBC Bank Argentina S.A. (capital extranjero).¹⁹ En el primer caso, la sociedad anónima Banco Galicia es controlado el 100% de su capital por el Grupo Financiero Galicia S.A. Esta persona jurídica, adicionalmente, controla a la firma Sudamericana Holding S.A. (sociedad holding controlante de distintas compañías de seguros patrimoniales y de retiro) y participa en el negocio de emisión de certificados de depósitos a través de Galicia Warrants S.A. Además, ha desarrollado otros negocios a través de Net Investment S.A. y Galicia Administradora de Fondos S.A. (fondos comunes de inversión). Complementariamente, el Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. es agente de liquidación, compensación y negociación integral en el mercado de capitales local.

Por su parte, el Banco HSBC es controlado en el 99.98% de su capital por el HSBC Argentina Holdings S.A. Esta persona jurídica controla adicionalmente a la empresa HSBC Seguros de Retiro, HSBC Participaciones S.A. (inversión de fondos propios o de terceros en participaciones en sociedades nacionales o extranjeras), HSBC Seguros de Vida S.A., HSBC Administradora de

¹⁹ Para desarrollar este análisis, se empleó la información disponible en los sitios web de los conglomerados económicos (<http://www.gfgsa.com/es> y <http://www.hsbc.com.ar/es/hsbc-argentina/acerca-hsbc.asp>) y en el sitio web del BCRA (http://www.bkra.gov.ar/SistemasFinancierosYdePagos/Entidades_financieras.asp).

Inversiones S.A. S.G.F.C.I. (fondos comunes de inversión) y HSBC Valores S.A. (sociedad de bolsa). Asimismo, tanto el Banco HSBC como HSBC Valores cuentan con licencias de agente de liquidación, compensación y negociación propio en el mercado nacional de capitales.

Este patrón de estructuración societaria y desarrollo operativo-funcional no es privativo de las entidades financieras. Numerosas casas y agencias de cambio poseen adicionalmente y bajo control de una misma estructura jurídica, sociedades de bolsa con licencias para operar en el mercado de capitales y otras empresas vinculadas a la prestación de servicios complementarios de la actividad financiera (Transcambio S.A., Maxinta S.A.C.T. y B., Transatlántica S.A., entre otras).

Desde esta perspectiva, cabe señalar que mutuales de ayuda económica y cooperativas de crédito, conformadas al amparo de las normas específicas que regulan su creación y funcionamiento, brindan servicios financieros cumpliendo un significativo rol en el negocio local y permitiendo el acceso al crédito de personas y empresas que por condiciones de riesgo y antecedentes no pueden incorporarse al sistema bancario formal. Estas personas jurídicas privadas propias del asociativismo social, generan una fuerte dinámica de interacción con las entidades financieras autorizadas, que no siempre obedece a los fines sociales pretendidos originalmente sino que, por el contrario, terminan facilitando prácticas marginales tendientes a la evasión y elusión de impuestos y asegurando mecanismos no autorizados de intermediación financiera.

Alrededor de algunos de estos agentes originalmente constituidos con fines asociativos, de determinadas prácticas de “banca privada” y arbitraje regulatorio instrumentadas por el sistema formal, así como también del funcionamiento de transportadoras de caudales, remesadoras de fondos hacia el exterior y empresas recaudadoras, se estructura lo que podemos definir como “banca en

la sombra” o “*shadow banking*” a nivel local. Este fenómeno de provisión de servicios financieros, desarrollado por entidades y operatorias fuera del alcance de la regulación y supervisión estatal,²⁰ se encuentra usualmente vinculado con diversos mecanismos de la intermediación financiera y de fuga de capitales.

En este marco, uno de los fenómenos más característico de la banca en la sombra local, consiste en la prestación de servicios financieros mediante el mecanismo de descuento de cheques efectuado a través de cooperativas de crédito y mutuales de ayuda económica. Algunas de estas entidades asociativas, bajo pretendidos fines sociales, captan dinero en efectivo de empresas recaudadoras y otros sujetos y utilizan ese medio de pago para “cambiar cheques” a diversos agentes económicos a tasas de interés muchas veces superiores al promedio de las sistémicas. Estos cheques a plazo, luego de largas cadenas de endosos son depositados por las mutuales y cooperativas en sus cuentas bancarias en las que, a la fecha del documento, las entidades financieras acreditan los fondos. De este modo, se genera un mecanismo de “dinero negro” que sale del sistema financiero formal (adelanto de cheques en efectivo) y va a financiar diversas actividades evadiendo impuestos (mutuales y cooperativas están exentas del denominado “impuesto al cheque”), aportado por empresas recaudadoras y otros, trasladado por empresas transportadoras de caudales y cuyo circuito cierra sobre la estructura formal del sistema regulado (acreditación de fondos en cuentas bancarias).

²⁰ El concepto adoptado en el presente trabajo se corresponde con las definiciones vigentes en el plano internacional y que normalmente se emplean para caracterizar el fenómeno de *shadow banking*. A tal efecto, se sugiere consultar el documento *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, del *Financial Stability Board* (noviembre, 2013). Conviene remarcar que estos vehículos locales de la banca en la sombra no se corresponden exactamente con el tipo de operatorias que desembocaron en la crisis financiera internacional de 2007-8.

Si bien el origen de algunas de estas prácticas marginales e irregulares encuentran en gran medida su explicación en causas profundas que subyacen a los aspectos abordados en el presente trabajo (altos niveles de informalidad en la economía, antecedentes de fuertes procesos inflacionarios y recurrentes crisis bancarias), el marco jurídico e institucional sobre el que funciona el sistema financiero constituye un pilar fundamental para su estabilidad y transparencia. Por ello, abordaremos a continuación estos aspectos.

3.2 Marco regulatorio y de supervisión vigente

En este sentido, podemos señalar que este complejo entramado de personas jurídicas concentradas principalmente en los 10 primeros bancos del sistema financiero y diversificadas en una gran variedad de actividades -muchas de ellas bajo la forma de banca en la sombra- posee un correlato institucional en distintas entidades y órganos estatales que, por mandato legal, se encuentran encargadas de establecer un marco regulatorio específico para el funcionamiento de cada actividad y deben supervisar el desenvolvimiento de dichas sociedades en la prestación de servicios.

De este modo, el BCRA y su Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC) resultan responsables de la regulación y supervisión de bancos, compañías financieras, casas, agencias y corredores de cambio y sistemas de pagos; la Comisión Nacional de Valores (CNV) es el organismo encargado de regular y controlar el mercado de capitales y los agentes que intervienen en el mismo (sociedades y agentes de bolsa); la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) es el órgano competente para ordenar el negocio de los seguros y velar por su adecuado funcionamiento; el Instituto Nacional de Asociativismo y Economía Social (INAES) es el órgano de aplicación y supervisión de las mutuales y cooperativas; la Unidad de Información Financiera (UIF) es la entidad estatal encargada de velar por la prevención del lavado de activos y la punición de los delitos vinculados a estas prácticas, etc.

Este cuadro orgánico e institucional, se completa con la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) y el Ministerio Público Fiscal del Poder Judicial. La AFIP, si bien no cumple un papel específico en relación al sistema financiero, sí le cabe la responsabilidad de velar por el cumplimiento de las normas impositivas y el control de empresas y sujetos que operan en el mismo. Para ello necesariamente debe interactuar con las agencias mencionadas precedentemente.

Por su parte, los fiscales de primera instancia del Ministerio Público y en particular su Procuraduría de Criminalidad Económica y Lavado de Activos (PROCELAC), deben promover las denuncias penales que puedan originarse tanto por la detección de irregularidades en el desarrollo de las tareas de regulación y supervisión del conjunto de instituciones analizadas precedentemente -siempre y cuando estas les comuniquen sus hallazgos- como de las investigaciones que realicen por sus propios medios en el marco del ejercicio de sus competencias legales.

En este sentido, el marco normativo vigente despliega un conjunto de disposiciones legales y reglamentarias que pretenden establecer una coordinación y actuación común de las distintas entidades y oficinas públicas encargadas de la regulación y control del sistema financiero.²¹ Este dispositivo jurídico e institucional tiene por finalidad regular y garantizar la estabilidad financiera en sentido amplio, es decir, la estabilidad de los diferentes componentes

²¹ Algunos ejemplos se presentan en la Carta Orgánica del BCRA y en la Ley de Mercado de Capitales. El art. 4 de la Carta Orgánica, establece que “*Son funciones y facultades del banco: e) Contribuir al buen funcionamiento del mercado de capitales*”, en referencia al ámbito de actuación de la CNV. Por su parte, el art. 85 de la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 prescribe que “*El Banco Central de la República Argentina en ejercicio de sus funciones de regulación de la moneda, el crédito y de la ejecución de la política cambiaria puede limitar, con carácter general y por el tiempo que estime necesario, la oferta pública de nuevas emisiones de valores negociables. Esta facultad podrá ejercerla indistintamente respecto de los valores negociables públicos o privados. La resolución debe ser comunicada a la Comisión Nacional de Valores para que suspenda la autorización de nuevas ofertas públicas y a los mercados para que suspendan la autorización de nuevas autorizaciones o negociaciones*”.

interrelacionados que integran el sistema: infraestructura (sistemas legales, contables y de pagos y liquidación), instituciones (entidades financieras, sociedades de bolsa, inversores institucionales) y mercados (monetario, bursátil, de títulos y de derivados). Particularmente, distintas normas regulatorias del BCRA definen mecanismos para asegurar la supervisión consolidada de los bancos y las empresas sobre las que estos detentan el control societario o una participación significativa y que se dedican también a la intermediación financiera o bien a actividades complementarias a la prestación de estos servicios.²²

No obstante ello, la complejidad del entramado societario y económico de los actores del sistema financiero formal, la multiplicidad de actividades que despliegan y su interacción con agentes tenuemente regulados y no controlados, genera zonas grises que facilitan potenciales mecanismos de “arbitraje regulatorio” y de expansión de la “banca en la sombra”, máxime teniendo en cuenta que, desde el punto de vista del control estatal, no se verifica un dispositivo centralizado y coordinado eficientemente. Algunas muestras de ello, podemos encontrarlas en casos que han tomado estado público tales como la detección de 4 040 cuentas de clientes del HSBC en Suiza no declaradas en el país,²³ la banca privada paralela montada por el BNP Paribas en nuestro país,²⁴ o el

²² Al respecto, las normas sobre “Supervisión consolidada de entidades financieras” (Comunicación “A” 6305) prescriben que *“Las entidades financieras deberán presentar sus estados contables y demás informaciones con ajuste a las disposiciones sobre consolidación, a fin de que la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias ejerza la supervisión de las entidades sobre base consolidada”*. Adicionalmente, el BCRA ha establecido disposiciones que restringen las actividades complementarias de la intermediación financiera que pueden desarrollar los bancos (texto ordenado sobre “Servicios Complementario de la actividad financiera”, Comunicación “A” 6304).

²³ En 2014, la AFIP denunció ante la justicia a las autoridades del banco HSBC y a algunos de sus clientes por poseer cuentas no declaradas en Suiza, habiéndose utilizado presumiblemente la estructura paralela de la entidad para vehicular las operaciones. Ver <http://www.iprofesional.com/notas/201255-echegaray-suiza-conferencia-AFIP-confirmando-que-conoce-4040-cuentas-argentinas-en-Suiza-y-ya-trascendieron-nombres-famosos>; <http://www.lanacion.com.ar/1747434-la-afip-apunto-contras-el-banco-hsbc-por-cuentas-ocultas-en-suiza>; <https://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-260833-2014-11-28.html>

²⁴ La causa penal inicia en 2007 con el allanamiento del piso 27 del edificio del banco. Según la denuncia formulada por la fiscalía, en esa oficina, “desconocida por el Banco Central y las autoridades de control era

allanamiento a la empresa Transcambio,²⁵ situaciones en las que se entrecruzan operaciones financieras y cambiarias con el mercado de capitales.

En esta línea de análisis y pensando específicamente en la estabilidad financiera en sentido estricto -estabilidad de las entidades bancarias para la provisión de servicios de intermediación de fondos, de cobertura y de pagos de manera adecuada, eficiente y continua, incluso en situaciones de estrés-, corresponde señalar que la misma se encuentra eminentemente en cabeza del BCRA y la SEFyC.

El BCRA tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas del gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social -mandato múltiple conforme la Carta Orgánica del BCRA-.²⁶ Con el objetivo de cumplir dicha finalidad, la autoridad monetaria emite normas de regulación prudencial de las entidades financieras (exigencias de capitales mínimos, liquidez, fraccionamiento y graduación crediticia, etc.), establece el aporte que las entidades financieras deben

el lugar donde se producía la captación y administración –vía paraísos fiscales- de activos de procedencia delictiva, por fuera del circuito formal”. De acuerdo al informe del Ministerio Público Fiscal “una de las operaciones más habituales en lo que respecta a la gestión de la banca privada tiene que ver con las denominadas transacciones ‘back to back’, donde el capital transferido y ocultado en el exterior retorna al cliente bajo la forma de un préstamo bancario”. Ver https://www.clarin.com/politica/Caso-BNP-denuncia-funcionarios-embajadores_0_By8zpyaP7x.html, <https://www.fiscales.gob.ar/criminalidad-economica/lafiscalia-reclamo-el-procesamiento-de-22-ejecutivos-y-empleados-del-bnp-paribas/>

²⁵ En 2014 la Superintendencia de Entidades Financieras del BCRA detecta la existencia de oficinas no declaradas por la Casa de Cambio que luego son allanadas por orden judicial. Durante el allanamiento y las investigaciones posteriores, se sigue la hipótesis de que la firma habría “comprado efectivo” utilizado con posterioridad para el descuento de cheques. Adicionalmente, se habrían instrumentado distintos mecanismos para la fuga de capitales. Ver <http://www.infonews.com/nota/244955/transcambio-el-banco-fantasma-del-oscuro>, <http://www.iprofesional.com/notas/209683-bcra-transcambio-casa-cambio-sancion-Uno-mas-en-la-lista-el-Banco-Central-suspension-a-la-firma-Transcambio>.

²⁶ Art. 3 de la Carta Orgánica del BCRA, reformada a través de la Ley 26.739 del año 2012.

ingresar al sistema de seguro de depósitos,²⁷ cumple la función de provisión de liquidez de última instancia en caso de entidades financieras en crisis, entre las más destacadas.

Por su parte, la SEFyC -que, si bien cuenta con un funcionario titular, éste depende jerárquicamente del presidente del BCRA- tiene por finalidad supervisar el cumplimiento de esas normas regulatorias dictadas por el BCRA, calificar a las entidades financieras en función de sus activos, capital, liquidez, gestión, etc. (Calificación CAMELBIG²⁸), cancelar autorizaciones para operar en el mercado cambiario y aprobar planes de regularización y saneamiento de entidades en crisis, todo ello en el marco de las políticas generales fijadas por el directorio del BCRA.

Este esquema legal e institucional específico, presenta diversas limitaciones para la supervisión *integral* de los bancos y sus holdings y para concretar una revisión de aspectos sistémicos significativos vinculados a lo que hemos descrito como “banca en la sombra” a nivel local: si bien garantiza controles en relación a la liquidez y solvencia de los bancos analizados de manera individual, no provee una revisión integrada respecto de otros aspectos relevantes del control (análisis de grupos económicos, cumplimiento de normas regulatorias, legalidad de las operaciones, prevención de lavado de activos, etc.).

En primer lugar, porque las normas del BCRA sobre “Supervisión consolidada de entidades financieras” (última comunicación incorporada “A” 6305), tienen un enfoque “hacia abajo”: los bancos, para ser supervisados por la SEFyC, deben consolidar sus estados contables y reportes mensuales de operaciones respecto de

²⁷ SEDESA, de acuerdo a la Ley N° 24.485 y Decreto N° 540/95, el BCRA establece el porcentaje de aporte al fondo de garantía de depósitos entre el rango del 0,015% y el 0,06% del promedio de los saldos diarios de los depósitos en pesos y en moneda extranjera constituidos en las entidades financieras.

²⁸ El CAMELBIG capta riesgos financieros y de gestión de cada entidad financiera a través de los siguientes componentes: Capital (C), Activos (A), Mercado (M), Rentabilidad (E), Liquidez (L), Negocio (B), Controles Internos (I) y Gerencia (G). La calificación va de 1 a 5, siendo 1 la mejor nota.

sus casas centrales, filiales, empresas controladas y subsidiarias pero no en relación a sus sociedades controlantes y/u otras empresas que integren el holding (“hacia arriba y hacia los costados”). Como se señalara precedentemente, teniendo en cuenta la morfología del sistema financiero local, esto implica excluir de la supervisión los aspectos que vinculan a los bancos con sus sociedades controlantes que ejercen el control del capital y la voluntad social de los mismos y otras personas jurídicas del mismo rango dentro del holding.

Las mencionadas normas prevén que las entidades financieras mensualmente deberán presentar a la SEFyC sus estados contables y demás informaciones que reflejen en forma consolidada las operaciones de su casa central o matriz y sus filiales en el país y en el exterior y sus subsidiarias significativas, mientras que deben consolidar trimestralmente y de manera adicional, las operaciones de sus entidades o empresas en el país y en el exterior en las que detentan el control de más del 12.5% del total de los votos y aquellas entidades o empresas no sujetas a supervisión consolidada que elijan incluir, previa autorización de la SEFyC.

En segundo lugar, porque el modelo de supervisión de bancos vigente posee un claro sesgo orientado a la revisión de las condiciones de liquidez y solvencia de las entidades, marginando otros aspectos más integrales del control. De hecho, el sistema de supervisión consiste esencialmente en que las entidades financieras reporten sus principales indicadores a través de regímenes informativos periódicos (información generada por los propios bancos con status de declaración jurada) y estas sean supervisados “*on site*” (es decir, con controles de la SEFyC en el lugar) en ciclos de dos años a propósito de la calificación CAMELBIG.

En consecuencia, podemos concluir que este modelo de supervisión bancaria tiene un doble carácter: (1) es microprudencial, es decir, orientado a supervisar a cada banco en particular y

no a desarrollar un control de grupos económicos y del sistema financiero en general (macroprudencial); (2) está encausado por la concepción de “enfoque a riesgo”, es decir, se centra en el análisis del cumplimiento de las normas del BCRA referidas a las exigencias de capital regulatorio -que en el esquema normativo local se denomina Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC)-²⁹ y liquidez mínima. Ello presenta serias limitaciones para garantizar los controles estatales que exige un sistema financiero concentrado y estructurado en holdings diversificados y que presenta vasos comunicantes con diversos agentes y operatorias marginales o irregulares.

4. Efectos de cambios normativos recientes: ¿Argentina a contramano del mundo?

En este contexto, resulta necesario efectuar un análisis de las medidas adoptadas por las nuevas autoridades del BCRA y su impacto en el marco regulatorio y de supervisión bancaria preexistente.

Partiendo de una controversial interpretación del mandato legal del BCRA,³⁰ la nueva conducción de la autoridad monetaria desde diciembre de 2015 estableció como lineamiento general que la agenda de desarrollo del sector financiero se garantizará mejorando

²⁹ Normas sobre “Capitales mínimos de las entidades financieras”, última comunicación incorporada “A” 6304, texto ordenado al 23/8/2017, disponible en:

<http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Textord/t-capmin.pdf>.

³⁰ En su discurso inaugural de gestión, el actual presidente del BCRA señaló que, de acuerdo al art. 3 de la Carta Orgánica, “*El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social. Fíjense qué interesante cómo está redactado. Lo que aquí se enumeró no está en orden alfabético, está en orden de prelación o importancia. Siendo así, la Carta Orgánica nos dice que la estabilidad monetaria es el objetivo primordial del Banco Central. Esto quiere decir, por sobre todas las cosas, tener una inflación baja*”. Con independencia de la inconsistencia jurídica de la interpretación de la norma, pareciera desconocer el mandato otorgado desde la reforma de la Carta Orgánica en 2012 –mandato múltiple–, retro trayendo el criterio a la Carta Orgánica de 1992 que preveía que “*Es misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda.*”

sus niveles de competencia: “He comprobado personalmente que el sector es fuertemente competitivo, pero debemos empujarlo aún más. Porque la competencia es la única garantía para que se trabaje cabalmente y en toda su potencialidad en favor de la gente”.³¹

Desde esta perspectiva, las políticas implementadas por el BCRA desde diciembre de 2015, se inscriben en una lógica de mayor desregulación y flexibilización de la actividad de prestación de servicios financieros y de relajamiento de controles, todo ello en pos de incrementar la competencia en el sector como instrumento para su expansión.

Un aspecto central del esquema de modificación del marco regulatorio lo hallamos en la flexibilización de las normas sobre prestación de servicios complementarios de la actividad financiera. Estas normas preveían hasta el año 2015 limitaciones a la posibilidad de que los bancos detentaran una participación significativa o controlante en otras empresas prestatarias de servicios vinculados a la actividad financiera. Entre las más destacadas, cabe señalar que los bancos sólo podían tener participación por más del 12.5% del capital en un máximo de dos empresas de estas características (punto 2.1 normas “Servicios complementarios de la actividad financiera y actividades permitidas” Última comunicación incorporada “A” 6304 - Texto ordenado al 23/01/15) y se delimitaba taxativamente cuales de esas actividades estaban permitidas.

A través de distintas Comunicaciones se fueron flexibilizando algunos aspectos de dichas normas, arribando al texto ordenado vigente en la actualidad (Comunicación “A” 6342). En primer lugar, se suprimió el requisito de autorización previa de la SEFyC

³¹ Discurso de Federico Sturzenegger el día 14/12/15, disponible en:
<http://www.bcra.gov.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?Id=209>

para el desarrollo de estas actividades. Las normas vigentes hasta 2016, preveían que “La adquisición o incorporación por parte de las entidades financieras de participaciones societarias, directas o indirectas, en empresas cuyo objeto sea el desarrollo de dos de las actividades comprendidas (...) que superen el 12.5 % del capital social o del total de votos o porcentajes inferiores si ello es suficiente para formar la voluntad social (...) estará sujeta a la autorización de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias...” (en la actualidad solo debe ser informado sin requerir autorización previa). En segundo lugar, se eliminó el límite de empresas (hasta 2) en las que los bancos pueden tener participación significativa o controlante: el nuevo texto normativo, establece que “Los bancos comerciales y las compañías financieras podrán mantener participaciones en el capital de empresas del país o del exterior que tengan por objeto exclusivo alguna(s) de la(s) actividades que se mencionan en el punto 2.2., superiores al 12.5 % del capital social o del total de votos o porcentajes inferiores si ello es suficiente para formar la voluntad social”. Por último, se amplió la nómina de empresas y/o actividades respecto de las cuales los bancos pueden tener participación: se incorporaron las casas y agencias de cambio y empresas de desarrollo y provisión de servicios para la actividad financiera basados en tecnología y/o servicios de pago electrónico.

Asimismo, desde la perspectiva del conocimiento del perfil socioeconómico de los clientes del sistema financiero y la transparencia de los fondos que circulan por su estructura (prevención del lavado de activos), el BCRA dispuso a través de la Comunicación “B” 11.587 con vigencia a partir de septiembre de 2017, que los bancos no podrán solicitar declaraciones de impuestos a sus clientes, resultando en definitiva la presentación de una potestad voluntaria de estos. A criterio de la autoridad monetaria, “Gracias a esta decisión, a partir de ahora los bancos podrán aprobar muchas operaciones de sus clientes en forma más ágil y sin la necesidad de pedirles una certificación de ingresos

firmada por un contador público. En este sentido, el BCRA procura seguir con su tarea de eliminar requisitos y trámites innecesarios, reduciendo tiempos y costos operativos de las operaciones bancarias”³².

Por otro lado, en materia de supervisión consolidada de bancos y sus empresas vinculadas, uno de los más significativos refiere a la eliminación de las normas que establecían la prohibición de captar fondos de corto plazo a través de sociedades de bolsa controladas por los bancos.

El punto 5.4.1 de las normas aplicables, establecía que “Las sociedades de bolsa sujetas a supervisión consolidada (es decir, empresas controladas por los bancos), no podrán efectuar operaciones bursátiles a menos de 30 días de plazo, o cancelarlas anticipadamente antes de transcurridos 30 días, que directa o indirectamente impliquen una captación de fondos”. Esta prescripción fue eliminada a través de la Comunicación “A” 6305 del 25/08/17, habilitando a las sociedades de bolsa controladas por los bancos a captar fondos para desarrollar operaciones bursátiles de corto plazo (menos de 30 días).

Respecto de un agente significativo para el funcionamiento del sistema financiero como son las empresas transportadoras de caudales -y que constituye un pilar para el soporte físico empleado en operaciones financieras y cambiarias marginales-, las nuevas autoridades del BCRA, a través de las Comunicaciones “A” 5883, 6012 y 6218, introdujeron significativas modificaciones al régimen regulatorio aprobado oportunamente mediante la Comunicación “A” 5792 del año 2015.

³² <http://www.bcra.gov.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?Id=541>

Sintéticamente, cabe señalar que se eliminaron las disposiciones que obligaban a las empresas prestatarias de estos servicios a llevar un registro preciso de los originantes y destinatarios de los movimientos del dinero efectivo trasladado, así como también contar con la identificación del físico (números de serie, etc.).

Este conjunto de medidas de política tendientes a desregular y liberalizar el sistema financiero, introduce riesgos y factores de inestabilidad al permitir que los bancos y sus estructuras societarias expandan sus negocios a actividades diversificadas con menor supervisión estatal no vinculadas directamente con los servicios financieros, así como atenúa los controles para mitigar el mercado financiero en la sombra y el lavado de activos, dificultando la bancarización de operaciones y la transparencia de las mismas.

Otra cuestión novedosa para el sistema financiero local que se inscribe en esta lógica desreguladora, tiene que ver con la autorización conferida por el BCRA a empresas dedicadas al otorgamiento de créditos bajo la forma de “banca digital” (un tipo de proveedor de servicios financieros comúnmente conocido como “fintech”), sin que existan marcos normativos regulatorios y mecanismos de control respecto de esta actividad y las entidades que las desarrollan.³³

Este sucinto repaso por algunas de las principales medidas adoptadas por el BCRA en la última etapa, nos permite concluir que, sobre la base de un esquema vigente de supervisión orientado a lo microprudencial y con enfoque a riesgo (esencialmente verificación de los niveles de liquidez y solvencia), la

³³ En el mes de junio de 2017, el Directorio del BCRA aprobó la primera autorización para funcionar a un banco digital (WANAP), sin que existan normas regulatorias al respecto ni mecanismos de supervisión específicos para esta actividad. En este sentido, los argumentos expuestos por las actuales autoridades de la autoridad monetaria en ámbitos públicos, se relacionan con la innecesaridad de regular a estas nuevas entidades toda vez que no desarrollan intermediación financiera (no captan depósitos). Ver <http://www.roadshow.com.ar/lucas-llach-no-tenemos-intenciones-de-salir-a-regular-a-las-fintech/>.

flexibilización y desregulación del sistema financiero aporta un mayor espacio para el arbitraje regulatorio, la falta de transparencia y potencialmente la expansión de la “banca en la sombra”, pudiendo afectar, eventualmente, la estabilidad y resiliencia del sistema financiero, sin que se observe hasta el momento un significativo crecimiento del mismo en línea con los objetivos trazados por las autoridades.^{34 35}

5. Reflexiones finales: Hacia un modelo de supervisión integral

El desarrollo de las fuerzas productivas de un país requiere expandir y profundizar su sistema financiero. Sin embargo, la experiencia histórica revela que los procesos de desregulación financiera, tanto en economías centrales como periféricas, lejos de haber impulsado el crecimiento económico han devenido en episodios de crisis, con altos costos sociales.

³⁴ Con excepción de los créditos hipotecarios UVA, que a agosto de 2017 registraban un crecimiento interanual del 40%, disponible en: <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Bol0717.pdf>

³⁵ Si bien excede el objeto del presente trabajo, conviene en este punto hacer una mención acerca de las reformas en materia cambiaria. En los últimos dos años el gobierno argentino ha introducido profundas modificaciones a la regulación del mercado de cambios, que van mucho más allá de retrotraer la situación al marco regulatorio previo a octubre de 2011 (momento de instauración del coloquialmente llamado «cepo»), y que tienden a incorporar nuevos factores de riesgo e inestabilidad en el sistema financiero. Se han ajustado numerosas reglamentaciones (decretos, normativa del BCRA, resoluciones del Ministerio de Hacienda y Finanzas) que han tendido a eliminar cualquier tipo de obligación de liquidación de divisas en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), plazos de permanencia de los capitales extranjeros en el país y límites a la formación de activos externos por parte del sector privado. Ello no ha hecho más que acentuar el descalce de monedas, ya que la desregulación ha alentado el endeudamiento en moneda extranjera de los sectores público y privado, financiero y no financiero. En efecto, los agentes locales, imposibilitados de acceder a fondeo de largo plazo en moneda doméstica, acaban por recurrir al endeudamiento en dólares, exponiéndose a un mayor riesgo cambiario. Por su parte, el papel autónomo de los capitales de corto plazo, de naturaleza eminentemente especulativa, puede generar comportamientos cíclicos del tipo de cambio, exacerbando tendencias apreciatorias y forzando posteriormente grandes depreciaciones cuando las condiciones financieras internacionales se tornan más adversas.

Es por ello que resulta fundamental no resignar los objetivos de estabilidad y transparencia del sistema en pos de una alegada mayor eficiencia asociada al proceso de desregulación financiera.

A nivel local, principalmente existen numerosos actores del sistema financiero en las sombras que poseen vasos comunicantes con el sistema formal y que son fuentes de riesgo sistémico, dado que carecen de regulación y supervisión por parte del sector público. Asimismo, se registran diversos mecanismos “en la sombra” articulados por las propias entidades financieras o sus empresas vinculadas a través de vehículos como la banca privada y off shore (casos HSBC y BNP entre los más destacados).

Ello sugiere la necesidad de robustecer la actividad de control estatal a la luz de la interacción de grupos económicos diversificados en los mercados financiero, cambiario y de capitales con agentes y operatorias marginales (i.e. por fuera del marco normativo). A tal fin, se requiere un cambio de paradigma que incorpore a la supervisión microprudencial basada en un enfoque a riesgos de los bancos, el pilar del cumplimiento normativo, que puede enmarcarse dentro de los principios de supervisión macroprudencial.

Asimismo, es necesario avanzar en un marco regulatorio (regímenes informativos, requisitos de capital mínimo, autorización para funcionar, idoneidad de accionistas y directivos, esquema sancionatorio, etc.) que alcance a los sujetos del mercado financiero relevantes en la circulación de los medios de pago, tales como las transportadoras de caudales, las recaudadoras y remesadoras de fondos, y los proveedores no financieros de crédito tales como las mutuales y cooperativas de crédito, que realizan usualmente operaciones de intermediación financiera para las cuales no están autorizados.

Finalmente, a los efectos de minimizar las posibilidades de arbitraje regulatorio por parte de los *holdings* y los riesgos producidos por la diversidad de actividades y agentes (y los

conflictos de competencias entre los organismos públicos que esto engendra), resulta necesario crear instancias de coordinación en las tareas de inspección e intercambio de información entre los diferentes organismos de supervisión financiera existentes (BCRA, CNV, UIF, INAES, SSN y AFIP), a través de canales *institucionales* que no dependan de la afinidad personal o buenas intenciones de los funcionarios que circunstancialmente ocupen los cargos de conducción de dichas agencias.³⁶

En definitiva, el sistema financiero local requiere mayores y mejores mecanismos de regulación y supervisión para garantizar su expansión de manera robusta y mitigando los riesgos intrínsecos de la actividad, lo que concretamente debe conducir a establecer un nuevo marco institucional (leyes, reglamentos e instituciones).

6. Referencias

- Barba, A., Pivetti, M. (2009), Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications –a long-period analysis, *Cambridge Journal of Economics* 33, pp. 113-137.
- Demaestri, E., Ferro, G. (2013), Análisis de la integración de la regulación y la supervisión al banco central, *Ensayos Económicos BCRA* N° 68, junio de 2013, pp. 75-106.
- Gorton, G., Metric, A. (2010), Regulating the Shadow Banking System, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, pp. 261-297.

³⁶ Este tipo de espacios de coordinación es usual en las economías desarrolladas. Por citar un ejemplo, en el año 2010 el entonces presidente de Estados Unidos, Barack Obama conformó el *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), encargado de identificar los riesgos para la estabilidad financiera americana provenientes tanto de las entidades financieras como no financieras, promover la disciplina de mercado, eliminando los problemas de incentivos asociados al «to big to fail», y responder a las amenazas que emerjan sobre la estabilidad del sistema. El FSOC está compuesto por 10 miembros con voto y 5 miembros con voz, pero sin voto. Entre los primeros se destacan el Secretario del Tesoro, el Presidente de la Reserva Federal (FED), el Director del Bureau de Protección al Consumidor Financiero, el Presidente de la *Security and Exchange Commission* (SEC), entre otros. Un intento local de este tipo de esquemas fue la creación de la Unidad de Seguimiento y Trazabilidad de las operaciones de comercio exterior en noviembre de 2014, que generó un espacio de coordinación entre los diversos organismos de supervisión financiera en el ámbito de la Jefatura de Gabinete de Ministros.

- Jácome, L. (2013), Políticas Macropрудenciales en la América Latina, *El Trimestre Económico*, Octubre-Diciembre, pp. 723-770.
- Hein, E. (2013), Finance-dominated capitalism and re-distribution of income: a Kaleckian perspective, *Cambridge Journal of Economics*, 39 (3), pp. 1-28.
- Levine, R. (2005), Finance and growth: theory and evidence. En P. Aghion y S. Durlauf (Ed.) *Handbook of Economic Growth*, 1A: 865–934. Amsterdam, Holanda: North-Holland Elsevier.
- Marglin, S. y Schor, J. (1990), *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*. Oxford, U.K.: Clarendon Press.
- Minsky, H. (1977a), A Theory of Systemic Fragility. En E.D. Altaman y A. W. Sametz (Ed.) *Financial Crisis: Institutions and Markets in a Fragile Environment* (pp. 138-152). New York, U.S.: John Wiley and Sons.
- Minsky, H. (1977b), The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an alternative to ‘standard’ theory, *Nebraska Journal of Economics and Business*, 16, pp. 5-16 (Reimpreso en *Challenge*, 20, March/April).
- Pivetti, M. (2013), On Advanced Capitalism and the Determinants of the Change in Income Distribution: A Classical Interpretation. En E. Levrero, A. Palumbo y A. Stirati (Ed.) *Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory: Vol. I* (pp. 176-191). U.K.: Palgrave Macmillan.
- Pivetti, M. (2014), Interest Rates and Gross Profit Margins in the Recent Experience of Advanced Capitalism, trabajo presentado en el Coloquio “What have we learnt on Classical economy since Sraffa? Paris, Octubre.
- Stirati, A. (2013), Alternative ‘Closures’ to Sraffa’s System: Some Reflections in the Light of the Changes in Functional Income Distribution in the United States. E. Levrero, A. Palumbo y A. Stirati (Ed.) *Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory: Vol. I* (pp. 192-217). U.K.: Palgrave Macmillan.
- Warman, F. (2013), Integración del capital regulatorio en países latinoamericanos y efectos de Basilea III, Documento de Investigación 14, CEMLA, Diciembre de 2013.
<http://www.cemla.org/PDF/investigacion/inv-2013-12-14.pdf>

Recibido 20/junio/2018

Aceptado 20/noviembre/2018