

LA LEY

DIRECTOR: JORGE HORACIO ALTERINI

AÑO LXXII N° 213

BUENOS AIRES, REPUBLICA ARGENTINA

Miércoles 5 de noviembre de 2008

ISSN 0024-1636

COLUMNA DE OPINIÓN

Autonomía de la voluntad

POR RICARDO A. GUIDOURG

En un artículo publicado en La Ley, Attilio Alterini señalaba certeramente que la autonomía de la voluntad es un concepto que se halla en crisis y comparaba esa situación con juicios de Kant y de Fouillée, para quienes es imposible ser injusto con uno mismo y, por lo tanto, lo contractual es siempre justo (1).

Aquella tradicional concepción, parte inseparable del credo liberal, reposa sobre dos premisas: que el ser humano tiende a obrar según sus propios intereses y que, cuando se ve libre de perseguirlos, jamás acepta una condición onerosa si no juzga (a su propio riesgo) que obtendrá a cambio un beneficio por lo menos equivalente.

Esa idea, en principio sensata, conduce a proclamar la plena validez de los actos jurídicos que se llevan a cabo con voluntad, libertad y discernimiento. La primera condición es requerida para que el acto tenga un autor; la segunda, para que los actos de ese autor —considerado capaz— sean normalmente relevantes para el derecho; la tercera, para garantizar que el autor del acto ha estado en condiciones de escoger la línea de conducta que le pareciera más conveniente.

Tales condiciones, profundamente enraizadas en la tradición romanista, jamás se ponen en duda cuando se reflexiona desde el derecho común; pero la práctica ha puesto de resalto una y otra vez su insuficiencia. Así, el derecho de la tecnología (como el de los contratos de equipamiento informático) pone en cabeza del proveedor asesorar a su co-contratante a fin de mejorar su discernimiento (2); el derecho del trabajo emplea el orden público para limitar la libertad de contratación del trabajador precisamente en beneficio del contratante cuya voluntad se limita (3); algunas formas de la publicidad (mensajes subliminales, sorteos con obligación

(Continúa en página siguiente)

LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL ACTUAL Y SU IMPACTO EN LA ARGENTINA

POR EDUARDO CONESA

SUMARIO: I. Introducción. — II. Presupuestos ideológicos de la crisis de 1930. — III. Los presupuestos ideológicos de la crisis de 2007-2008. — IV. El error de la desregulación financiera y los derivativos. — V. La neblina del mercado financiero y la recesión mundial. — VI. El impacto sobre la Argentina.

I. Introducción

La actual crisis financiera internacional que se materializa en una caída del 40% de las acciones en Wall Street y en las quiebras de bancos de inversión como Lehman Brothers y Bear Stearns evoca la terrible crisis que azotó al mundo en 1930. Mucha gente se pregunta hasta qué punto no se repetirá desde el 2008 en adelante la depresión que azotó al mundo hace 80 años. En principio son dos crisis bastante distintas en ciertos aspectos, pero bastante parecidas en otros. La diferencia fundamental radica en los presupuestos ideológicos completamente distintos que anidan en las mentes de las autoridades nacionales de los países en 1930 y en el 2008. Comenzaremos por describir la crisis de 1930. En efecto, aquella crisis comenzó con una fuerte caída de la bolsa en 1929, caída que tuvo su antecedente en la suba de la tasa de interés que en el año 1928 implementó la Reserva Federal de los EE.UU. bajo la presidencia de un banquero muy conocido en aquel tiempo llamado Benjamín Strong. A su vez este señor tomó esa decisión para evitar el recalentamiento de la economía norteamericana y la inflación que hubiese seguido. En efecto, durante 1928 la tasa de desempleo en los EE.UU. era del 2%, la economía crecía a gran velocidad apoyada por las innovaciones tecnológicas y del dólar americano devaluado en términos reales en relación a la libra esterlina y al marco alemán. Si el señor Strong no hubiese subido la tasa de interés, la economía norteamericana hubiese experimentado luego una suave inflación de demanda que hubiera revaluado al dólar en términos reales y por implicancia habría producido una devaluación en términos reales en Alemania e Inglaterra. De esta manera

Especial para La Ley. Derechos reservados (Ley 11.723)

la economía mundial hubiera entrado en un equilibrio sinérgico que quizá hubiese evitado la recesión de 1930 e incluso la segunda guerra mundial. Pero la historia no ocurrió con esta secuencia de hechos. Por el contrario, la secuencia fue que al subir la tasa de interés en 1928, en 1929 se derrumbó Wall Street y se causó la depresión de la década siguiente la cual determinó a su vez una caída del 70% de los precios de nuestros productos básicos de exportación y por esta vía afectó a nuestra economía fuertemente. La actual crisis internacional ya generó una caída de los precios de exportación argentinos de commodities agropecuarias del orden del 40%.

II. Presupuestos ideológicos de la crisis de 1930

En gran medida, la caída de Wall Street en orden de 80% estuvo determinada por el excesivo apalancamiento que auspiciaban los comisionistas de bolsa. Como las acciones subían en 1926, 27 y 28 y la suba parecía no tener fin, el público compraba acciones; luego dejaba las acciones con garantía con comisionistas de bolsa, los cuales, con la garantía de dichas acciones, otorgaban créditos a los ahorristas para que compraran más acciones. Y la operativa se repetía varias veces. Cuando el mercado de valores empezó a caer, los comisionistas pidieron a los inversores la reposición de las garantías, y como los inversores no podían hacerlo, se produjo la ejecución y la venta masiva de las acciones provenientes del abusivo apalancamiento anterior. Esto provocó la caída prácticamente sin límites del mercado de valores. Las empresas industriales y comerciales que financiaban sus compras de bienes de capital mediante la emisión de acciones, al no poder emitir más acciones porque los precios de éstas estaban muy bajos, suspendieron las inversiones en máquinas, equipos y construcciones. Al caer la inversión en acti-

vos físicos, se produjo el efecto multiplicador de dicha caída sobre toda la actividad económica y el empleo. El desempleo y la caída del poder de compra determinó que las empresas no pudieran vender sus productos industriales y en consecuencia tuvieron que despedir más personal aun. Además, las empresas al no poder vender tampoco pudieron repagar los créditos bancarios y fue así que 9.000 bancos acreedores tuvieron que cerrar sus puertas ante los requerimientos de la devolución de los depósitos por parte de los depositantes. Por su parte, el gobierno ante la caída de la recaudación fiscal decidió reducir sus gastos, pero el "no" gasto del gobierno significaba el "no ingreso" de otros y su menor gasto subyugante. A todo esto en 1932 el desempleo en los EE.UU. alcanzó el 25% y la caída de PIB el 30%.

Cuando asumió el nuevo presidente de los Estados Unidos Franklin Delano Roosevelt llamó a Keynes para preguntarle qué hacer para conjurar el terrible desempleo. La respuesta del economista no se dejó esperar: emitir mucho pero mucho dinero. *It can not be that easy* exclamó asombrado Roosevelt. Pero emitir era muy difícil. Con el patrón oro no se podía emitir moneda si el Banco Central no compraba oro. Fue así que el Presidente prohibió la tenencia de oro amonedado y en lingotes por parte de los residentes en Estados Unidos y los obligó a vender dicho oro a la Fed al precio de 35 dólares la onza de oro, es decir, pagando un precio casi un 70% mayor que el precio oficial del oro hasta ese momento que era de 20.58 dólares la onza. Aun así la emisión de circulante fue solamente del orden del 20%.

En retrospectión, no cabe duda que si la Reserva Federal hubiese prestado masiva-

(Continúa en pág. 2)

COLUMNA DE OPINION

Autonomía de la voluntad
POR RICARDO A. GUIDOURG.....1

DOCTRINA

La crisis financiera internacional actual y su impacto en la Argentina
POR EDUARDO CONESA.....1

NOTA A FALLO

El control de políticas públicas
POR MARCELA I. DASTERRA.....5

Ética, buena fe y orden público en la finalización de la personalidad jurídica
POR GUILLERMO CARREIRA GONZÁLEZ.....8

BIBLIOGRAFIA

El notariado al servicio del país.
POR ALVARO GUTIÉRREZ ZALDÍVAR. COMENTARIO; JOSÉ MARÍA ORELLANA.....4

JURISPRUDENCIA

ACCION DE AMPARO/ Derecho de acceso a la información pública — INDEC — Metodología utilizada para el cálculo del índice de precios al consumidor — Inflación — Principio de máxima divulgación (CNFed. Contencioso administrativo).....5

SOCIEDAD/ Prosecución del trámite de liquidación de la sociedad — Resolución consentida (CNCotn.).....7

CONDUCTA PROCESAL/ Ofensivas acusaciones a magistrados y funcionarios de la Corte Suprema — Actos procesales pasibles de sanción — Facultad de los jueces de aplicar sanciones (CS).....8

MEDIDAS PRECAUTORIAS/ Contracautela — Cautión real — Beneficio de litigar sin gastos aún no iniciado (CNCiv.).....9

LIBERTAD BAJO CAUCION/ Pena en expectativa superior a ocho años — Imposibilidad de futura condena de ejecución condicional — Necesidad de existencia de peligro procesal — Plenario (CNCasación Penal, en pleno).....9

ACTUALIDAD SOCIETARIA

POR MARTÍN RAFAEL YRAZ VIDELA.....10

LA LEY

TOMO LA LEY 2008-F

CORREO ARGENTINO
CENTRAL B
FRANQUÍA A PAGAR
CORREO N° 10887

COLUMNA DE OPINIÓN

Autonomía ...

(Viene de la página anterior)

de compra, remisión de mercaderías no solicitadas) se hallan limitadas para evitar manipulaciones de la voluntad en el período precontractual (4).

Si admitimos que la libertad puede ser mal empleada, que un contratante puede ser engañado a medias (pero no tanto como para configurar un vicio de la voluntad) por formas especialmente arteras de la propaganda (¿acaso la propaganda no es siempre artera, en alguna proporción?) y que un contratante puede abusar de la necesidad del otro, o de su inadvertencia, o de su inercia para quejarse cuando el daño es individualmente escaso: ¿no estamos introduciendo en nuestra apreciación de las bases del contrato un factor de gradualidad? Según este factor no es posible decir en derecho que la libertad, la voluntad y el discernimiento existen o no existen simplemente en un caso concreto, sino que cada uno de ellos se halla presente en el caso en grado suficiente o insuficiente para garantizar la validez del contrato.

Esta circunstancia no es por sí sola inconveniente; después de todo, dieciocho años son suficientes para votar y veintuno para adquirir un inmueble (5). Pero tener más o menos edad que cierto límite es algo fácilmente comprobable mediante elementos de juicio oponibles a cualquiera, en tanto la suficiencia de las condiciones del contrato se halla sujeta a la peor de las vaguedades, que es la vaguedad de base valorativa.

Veámoslo de este modo. Todo contratante tiene cierto conocimiento acerca del objeto y de las circunstancias del contrato que concreta. Pero ninguno sabe todo sobre aquellas circunstancias (que son infinitas). Es más, ni siquiera conoce todo lo que le convendría saber, como la exacta calidad de los bienes y servicios que adquiere o el modo como ellos satisfarán en los hechos sus necesidades reales presentes y futuras, o la real solvencia presente y futura de un adquirente a crédito. ¿Qué grado de conocimiento hemos de valorar como suficiente, y a partir de dónde diremos que faltó discernimiento? En otras palabras, ¿dónde empezamos a desaprobar la situación?

Cuando contratamos, todos ejercemos la voluntad: a veces mediante la búsqueda activa de la contratación y la comparación concluyente de ofertas comparativas; otras, por la aceptación más o menos distraída de una oferta, la adquisición psicológicamente compulsiva frente a las atractivas góndolas de un supermercado o por pereza de devolver un producto recibido "a prueba". O, incluso, mediante el programa introducido en una computadora para que concluya en nuestro nombre, en ciertas condiciones, contratos de los que ni siquiera tenemos noticia previa. ¿Qué grado de compromiso voluntario juzgaremos suficiente para decidir que hubo voluntad de contratar? En otras palabras, ¿en qué punto empezamos a desaprobar lo ocurrido y dejamos de hacer responsable al contratante por su propia actitud?

Al contratar, todos tenemos alguna idea de lo que estamos haciendo. A veces estudiamos cuidadosamente el mercado y elegimos la oferta que mejor nos cuadra. Otras veces decidimos aceptar una oferta a modo de ensayo, para concertar otras contrataciones semejantes si el resultado de la primera es satisfactorio. Otras más cedemos ante la insistencia de un vendedor especialmente hábil o

(Continúa en página siguiente)

(Viene de pág. 1)

mente a los bancos para que éstos pudieran devolver los depósitos y el gobierno hubiese aumentado fuertemente la inversión pública y el gasto público para contrarrestar la depresión, ésta se hubiese evitado. Sin embargo, EE.UU. estaba bajo sistema monetario del patrón oro, sistema que impedía un aumento masivo de la cantidad de dinero y por otra parte, un déficit del gobierno para estimular la economía era visto como una verdadera herejía. Y en esa época las mentes de los políticos y economistas estaban atrapadas por las enseñanzas de la escuela clásica originada en Adam Smith y David Ricardo que sostenían que cualquier emisión monetaria produciría inflación y cualquier gasto del gobierno podía llevar fácilmente a la hiperinflación. Reinaba la ideología del *laissez faire, laissez passer* que pregonaba como cura el libre juego de la oferta y la demanda y el Estado gendarme. Contra esta ideología se levantó la nueva teoría económica de John Maynard Keynes, quien publicara en 1936 su magna opus titulada *La teoría general del empleo, el interés y la moneda*. Esta teoría dominó la economía política en la segunda mitad del siglo veinte e impidió el resurgimiento de depresiones económicas como las de 1930 hasta el 2003. Al respecto cabe agregar que en dos meses del 2008, Ben Bernanke el banquero central actual de los Estados Unidos casi duplicó la cantidad de circulante.

III. Los presupuestos ideológicos de la crisis de 2007-2008

En la segunda mitad del siglo XX, las teorías de John Maynard Keynes no reinaron sin oposición. La caída de la Unión Soviética en 1989 provocó por reacción una euforia desmedida del capitalismo más salvaje y un extraordinario resurgimiento ideológico del *laissez faire, laissez passer* y de la confianza ilimitada en el poder mágico y sinérgico de los mercados libres de la intervención estatal. Se intentó volver a las ideas económicas pre-keynesianas olvidando que Keynes fue el auténtico salvador intelectual del sistema capitalista. Sus teorías fueron desafiadas en algunos países como por ejemplo en la Argentina de 1991-2001 con la implementación práctica de una versión criolla del viejo patrón oro, tan vituperado por Keynes.

Soy de la opinión que existe una cierta magia de los mercados competitivos y un efecto sinérgico sobre la economía por parte de ellos. Pero estos efectos sinérgicos operan solamente en los mercados de bienes y servicios reales, y ello siempre y cuando el gobierno y el banco central aseguren el pleno empleo mediante el uso de los altos resortes de la política monetaria y la política fiscal.

Los efectos mágicos del *laissez faire, laissez passer* no se aplican a los mercados financieros, ni existe una teoría económica sólida ni teorías matemáticas que demuestren concluyentemente que los mercados financieros tiendan al equilibrio, ni a reflejar el verdadero valor subyacente de los activos reales que representan. Existe sí una abundante literatura sosteniendo "la tesis de la eficiencia de los mercados de capital". Según esta teoría, los mercados de capital incorporan toda información existente en los precios de las acciones, precios que encerrarían dentro de sí una extraordinaria sabiduría. Todo lo que ocurre en una empresa se reflejaría en el precio de sus acciones en el mercado de valores en cuestión de segundos. Esta teoría es equivalente a afirmar que si yo encuentro

NOTAS

(1) "An Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations 1776", Edición de Oxford, Clarendon Press 1976, p. 199.

(2) CONESA, Eduardo, "Macroeconomía y Política Macroeconómica. Los secretos del desarrollo en la economía abierta", La Ley, 2008, 4ª edición, página 523. El original sistema bancario en cuestión fue establecido por el decreto 11.554 del 24 de Abril

de 1946. Bajo este sistema no podía haber crisis de confianza en un banco determinado, pues todas las entidades eran simples mandatarias del Banco Central en cuanto a la recepción de los depósitos. Los depósitos se hacían desde el punto de vista legal en el mismo Banco Central que entonces respondía por ellos con su capacidad de emisión ilimitada. Esto, en cuanto al pasivo de los bancos. La administración del activo quedaba a cargo de cada banco

El actual Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Henry Paulsen, es un conspicuo miembro del *establishment* norteamericano, un *wasp*, con educación en el Dartmouth College, una institución de la liga de la hiedra, y banquero de inversión de profesión. Como ex presidente de Goldman and Sachs es un creyente en la tesis de la eficiencia de los mercados financieros, pero ante la gravedad de la crisis no vaciló en propiciar que el Estado suscriba acciones preferidas de bancos privados para rescatarlos de la crisis. ¿Estimar los bancos? No cabe duda que la dirigencia estadounidense de hoy, educada en las ideas de Keynes, hará lo que resulte necesario para evitar que se repita el desastre de 1930. La dirigencia estadounidense de hoy esta en las antipodas de Andrew Mellon, el Secretario del Tesoro en 1929 que propiciaba una política totalmente opuesta de liquidar, liquidar y liquidar entidades para limpiar la podredumbre del sistema. Hoy en día, el pragmatismo que muestran los líderes norteamericanos ante la gravedad de la crisis deja en pequeño a la extraordinaria medida dictada en 1946 en nuestro país por la cual se estableció un original e interesante sistema bancario anti-crisis por el cual todos los depósitos bancarios en los bancos privados y en los públicos del sistema se hacían por cuenta y orden del Banco Central de la República Argentina (2).

IV. El error de la desregulación financiera y los derivativos

Por ello es que citaremos algunas frases expresivas de conceptos antagónicos sobre este tema. Así Alan Greenspan, el anterior Presidente de la Reserva Federal de los EE.UU., expresó la siguiente opinión sobre el mercado de los derivativos en el comité de bancos del Senado en el 2003:

"Nosotros hemos encontrado a través de los años que los derivativos han sido un vehículo extraordinariamente útil para transferir el riesgo desde aquellos que no deberían tomarlo hacia aquellos otros que están deseosos de tomarlo y además son capaces de hacerlo. Nosotros pensamos que sería un error regular más profundamente estos contratos"

Una opinión importante y contraria es la del hombre más rico del mundo, Warren Bu-

ffet, quien expresó también en el año 2003 lo siguiente:

"Los derivativos son armas financieras de destrucción masiva que llevan consigo peligros que aunque ahora están latentes, son potencialmente letales"

Otra opinión al respecto es la de Félix Rohatyn, el financista que arregló la situación de insolvencia de la ciudad de Nueva York en los setentas:

"Los derivativos son potenciales bombas de hidrógeno"

Después de estas frases se impone explicar qué son los derivativos. Son contratos financieros que han sido creados para suavizar los riesgos de inversión. Algunos de estos contratos protegen a los titulares de crédito contra la insolvencia del deudor hipotecario. El nombre proviene de que su valor "deriva" de los activos subyacentes. Los activos subyacentes pueden ser reales o financieros. Pueden ser acciones, bonos, *commodities*, casas o créditos hipotecarios. El más común de los derivativos es simplemente el seguro que la gente contrata sobre su casa. En el mundo complejo de las finanzas, los derivativos permiten que los bancos y las corporaciones asuman riesgos muy complejos que de otra manera evitarían. Debido a la existencia de derivativos los bancos pueden emitir más y más hipotecas y pueden luego comercializar dichas hipotecas para hacerse de dinero y seguir prestando para nuevos préstamos hipotecarios. Esta forma de operar engendrando un activo de riesgo para luego venderlo, puede llegar a limitar el riesgo del prestamista, pero al mismo tiempo incrementa el número de personas expuestas al riesgo cuando se produce la caída del sistema. Quizás un ejemplo ayude a entender mejor qué es lo que ha pasado con estos contratos financieros:

En la época final de la Presidencia de Alan Greenspan a la Reserva Federal a comienzos del milenio, se redujeron excesivamente y por un largo tiempo las tasas de interés. El banquero central estaba temeroso de que los Estados Unidos caiga en la trampa de liquidar en que cayó Japón en el decenio de 1990 y Estados Unidos en el de 1930. En rigor todas las naciones muy desarrolladas enfrentan una declinación secular en sus tasas de crecimiento y ellas no se pueden evitar con medidas exclusivamente monetarias, porque en esas economías la mayor parte del empleo es provisto por servicios no transables internacionalmente donde la tasa de crecimiento de la productividad es muy baja. El punto ha sido estudiado exhaustivamente en mi libro *Macroeconomía y Política Macroeconómica*(3) en los capítulos 9 a 16 y a ellos me remito. Los bancos, ante la caída de las tasas de interés vieron disminuir la rentabilidad de su negocio. La única manera de aumentar las utilidades de los bancos en un contexto de bajas tasas de interés se daba dando más y más préstamos compensando de esta manera la baja tasa de interés con la cantidad de préstamos. Claro está que al otorgar más y más préstamos, los últimos implicaban un mayor riesgo. Retero, pues, que con tal de cobrar comisiones se otorgaron créditos hipotecarios para la compra de la casa a personas insolventes. En EE.UU. se habla de préstamos a clientes *no job*, lo cual significa *no income, no job, no assets*, o sea personas sin ingresos fijos, sin empleo y sin propiedades. Pero estos préstamos hipotecarios permitían a los operadores financieros de los bancos cobrar comisiones. Luego los bancos vendían los créditos hipotecarios para hacerse de dinero efectivo para la-

privado que se hacía cargo de las pérdidas en caso de otorgar malos préstamos. El Banco Central, respecto del activo, se limitaba a fijar la cantidad total de crédito que podía dar cada banco.

(3) CONESA, Eduardo, "Macroeconomía y Política Macroeconómica", Editorial La Ley, 2008, ver especialmente el capítulo 14 en la página 143 y siguientes.

COLUMNA DE OPINIÓN

Autonomía...

(Viene de la página anterior)

cargoso, u omitimos leer la letra pequeña que, invariablemente, reduce y limita nuestro beneficio. Casi nunca tenemos cabal conocimiento de todas las ventajas y desventajas que el contrato ha de reportarnos en relación con otras ofertas que no hemos podido, sabido o querido averiguar. ¿Qué grado de conocimiento del contenido del contrato consideraremos bastante para afirmar que un sujeto tuvo discernimiento a la hora de contratar? Dicho de otro modo, ¿hasta dónde llegamos a tolerar el conocimiento siempre incompleto del contratante?

Es bastante raro que alguien nos obligue a contratar apuntándonos con una pistola. Pero, de esa gravedad hacia abajo, muchos motivos diversos pueden determinar nuestro consentimiento. Tal vez se trata de la compra de un tratamiento médico que puede salvarnos la vida. O de un servicio público necesario para la subsistencia civilizada, que se presta en condiciones de monopolio u oligopolio. O de un crédito sin el cual no podremos cumplir ciertos compromisos extraordinarios e inevitables. O de un negocio tan bueno o malo como cualquier otro, para el cual hemos sido seducidos por el vendedor mediante agasajos, ligamens y perspectivas que nada tienen que ver con el contrato mismo. O bien se trata de un telemarketer implacable, que no sabemos cómo sacarnos de encima sin parecer groseros. Es más: si nos hallamos frente a un negocio sumamente conveniente, propio de nuestra actividad y mucho más ventajoso que cualquier otro que pudiéramos concertar, ¿cuánta libertad nos queda para aceptarlo o rechazarlo? Porque hay que reconocer que la presión que esas ventajas ejercen sobre nuestro ánimo son casi equivalentes a las del primer supuesto; si no en dramaticidad, al menos en la posibilidad de predecir nuestro acuerdo con el mismo grado de certeza.

De ese modo: ¿cuánta libertad estimamos suficiente para afirmar que la tuvimos? Y, lo que es todavía más complejo... ¿a qué llamamos libertad en este contexto? Si la libertad consiste en la ausencia de presiones sobre la voluntad, la libertad no existe nunca, porque nuestros motivos, aun los más razonables, no son otra cosa que presiones externas (o internas derivadas a su vez de otras externas remotas, como la educación), frente a las cuales nuestra voluntad reacciona mediante una decisión determinada a partir del peso psicológico resultante del conjunto de motivos. Tenemos conciencia de algunos de esos motivos; mientras que el resto permanece por debajo del nivel consciente como la masa sumergida del témpano que flota en el mar. Acaso llamamos orgullosamente nuestra libertad de decidir al hecho de que ejercemos la voluntad guiados por circunstancias mayoritariamente ignotas.

Más comprensible es que llamemos libertad al hecho de no hallarnos sujetos a constricciones físicas evidentes o a amenazas graves igualmente evidentes. La situación — pese a la habitual asimilación que se les asigna en el lenguaje jurídico — no es idéntica en ambos supuestos: en el primero, la voluntad carece de efectos prácticos por falta de control de la voluntad sobre los hechos o las conductas; en el segundo, la voluntad determina precisamente la conducta pero, a su vez, se halla motivada por una amenaza ante la cual

(Continúa en página siguiente)

cer más préstamos hipotecarios aun. Además en el afán por colocar créditos hipotecarios, se asignaba a las casas o a los departamentos que compraba un *ninja* un valor muy superior al del mercado en la confianza de que al año siguiente el aumento de los valores de las casas permitiría que esa misma tuviera un mayor valor que el préstamo hipotecario en cuestión. Además muchas hipotecas estaban otorgadas a tasa variable. Se calcula que este tipo de hipotecas *ninja* constituía el 7% de las hipotecas en el año 2001. Pero en 2004, 2005, 2006 pasaron a ser el 18% de los préstamos hipotecarios.

Por algunos años, los deudores pudieron pagar las cuotas hipotecarias mientras las tasas de interés se mantuvieron bajas y mientras el valor de las casas subiera. Muchos deudores además, con el exceso del valor del crédito hipotecario por sobre el de su casa, compraron un automóvil y se fueron de vacaciones con su familia.

Claro está que cuando los bancos multiplican los créditos hipotecarios de esta manera, se les acaba el dinero. En consecuencia decidieron vender las hipotecas a los bancos de inversión estadounidenses o a bancos extranjeros. Con el producido de las ventas de las hipotecas, se podían dar más préstamos hipotecarios aún y así los bancos aumentaban su activo con créditos hipotecarios sin que aumente su capital. De esta manera, el *apalancamiento* (4) permitía aumentar considerablemente el tamaño de un activo y su rentabilidad.

En el esfuerzo por obtener más dinero para prestar a los *ninjas*, los bancos recurrieron a la titulación de las hipotecas. Esto lo hacían muchas veces utilizando los servicios de los "Bancos de Inversión". Estos bancos no son en rigor bancos sino intermediarios en la compra venta de acciones y bonos. Son meros comisionistas de bolsa glorificados, como por ejemplo Lehman Brothers, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Bear and Sterns, Goldman and Sachs, etc., etc. Supelemente estos "bancos" contaban con empleados de mucha materia gris y mucha más ansia por la riqueza fácil. Esto significaba que diversas hipotecas, algunas *prime* otras *subprime*, eran empaquetadas en *mortgage backed securities* (MBS), o sea en títulos garantizados por hipotecas. Es decir que, por ejemplo, donde antes se tenían quinientos créditos hipotecarios en el activo, ahora se pasaba a tener diez paquetes de créditos hipotecarios de cincuenta hipotecas cada uno que se pasaban a los bancos de inversión para su reventa en el mercado financiero. En las MBS había créditos hipotecarios buenos, o *prime*; o malos, es decir, *subprime*. Los "bancos de inversión", a su vez, podían vender las *mortgage backed securities* a fondos de inversión y a sociedades de capital de riesgo, los llamados *hedge funds*, compañías de seguro y sociedades financieras de todo el mundo, no solamente de los Estados Unidos.

Sin embargo, para poder colocar las *mortgage backed securities* (MBS) en los fondos de inversión, *hedge funds*, aseguradoras, etc., era necesario que dichas *mortgage backed securities* sean calificadas por las agencias calificadoras de riesgo, por ejemplo: Standard and Poors, Moody's, Fitch Ratings etc., etc. Con las MBS calificadas con el grado de AAA o A o BBB o B o el que fuera, se les asignaba un riesgo de cobro a las MBS. Las que tenían mejor calificación otorgaban menos intereses, las medianas o las de alto riesgo, mayor interés.

A su vez las MBS de baja calificación podían ser estructuradas en tramos ordenándolas de mayor a menor de manera tal de priorizar el pago a los créditos menos malos. De esta manera se reestructuraban, las MBS en paquetes divididos en tres *tranches*: uno relativamente bueno, otro regular y otro muy

NOTAS

(4) Parece haber acuerdo en la doctrina en el sentido de que al menos se debió haber puesto límites regulatorios al apalancamiento del capital, sobre todo a los Bancos de Inversión, en los cuales el cociente de los activos al capital superó las sesenta

veces, creando grandes riesgos a todo el sistema. Esta es la opinión de los economistas con ideas autogónicas con respecto a las regulaciones en la industria financiera por ejemplo, ver las opiniones vertidas en el debate entre dos premios Nobel, My-

malo. Este sistema permitía recalificar a los préstamos malos y por lo menos mejorar la calificación de algunos de ellos. Así, una vez recalificadas las MBS pasaban a denominarse *Collateralized Debt Obligations* u obligaciones de deuda colateralizada. Para asegurar la colocación de las CDO, además, los financistas crearon otro contrato financiero importante: los *credit defaults swaps*, con la sigla CDS. Estos CDS eran necesarios para asegurar a los compradores de los CDO contra una eventual insolvencia.

Con los CDO respaldados por los CDS se fabricaban los CDO sintéticos, que podían comprarse muy baratos y que daban rendimientos muy altos. El problema consistió en que toda esta construcción financiera artificial era un castillo de naipes, lo cual se puso de manifiesto cuando a principios del año 2007 los precios de las viviendas en los EE.UU. que respaldaban a los créditos originales empezaron a caer, y muchos de los propietarios *ninjas* decidieron abandonar sus casas a manos de los bancos.

Hacia el 2006 el Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan fue sustituido por el economista Ben Bernanke, quien comenzó a subir las tasas de interés excesivamente bajas. Greenspan había durado en el cargo desde 1987 hasta el 2006, quizá demastado. Parece haberse anquilosado en la gloria del poder y en la idea del libre mercado. En el 2006 los precios de las viviendas de los EE.UU. comenzaron a caer. Como dije anteriormente, muchos de los deudores *ninja* abandonaron sus casas, porque valían mucho menos que el crédito hipotecario. Ante la baja abrupta de los precios de las viviendas se cortó la cadena de la felicidad de los préstamos hipotecarios *ninja*, de las MBS, de los CDO, de los CDS y de los CDO sintéticos, porque nadie los quería comprar.

Toda esta alquimia financiera se hizo en gran medida *over the counter*, es decir, con negociación directa entre las partes contratantes y no por la vía del mercado abierto electrónico. De manera que no se puede saber a ciencia cierta en qué cantidad de MBS, CDO, CDS está comprometido cada banco comercial. Los bancos de inversión que por supuesto fueron los grandes cerebros de toda esta operativa ya desaparecieron o tuvieron que convertirse en simples bancos comerciales para ser supervisados por la Reserva Federal. Pudieron realizar todas estas trampas, porque estaban supervisados por la SEC, la *Securities and Exchange Commission*, que, asustada por las fórmulas matemáticas y pseudo científicas de los aparentemente brillantes y jóvenes operadores de dichos bancos, omitió pedir explicaciones detalladas. La propia postura liberal anti-intervencionista de Alan Greenspan referida antes, ayudó a la construcción no supervisada del castillo de naipes. Los mismos bancos hoy no conocen su grado de compromiso con la estafa financiera de cada uno de ellos.

Al haber sospechas de que el banco tal o cual puede estar en realidad en quiebra, cesan los préstamos interbancarios y las tasas de interés interbancarias a los cuales los bancos se prestan entre sí en el corto plazo se triplican o cuadruplican debido al enorme riesgo existente. Esta situación determina que las altas tasas de interés *Libor* o *Euribor* reflejen el riesgo de *default* en que han caído todos los bancos del mundo desarrollado, y no solamente los bancos norteamericanos, porque muchos de estos últimos han cedido los MBS, los CDO y los CDO con los CDS y los CDO sintéticos a bancos europeos y asiáticos, con lo cual todo el sistema financiero mundial está contaminado por créditos tóxicos. Casi todos los bancos tienen entonces

enorme cantidad de basura en su activo. Al respecto es conveniente citar la autoridad del Papa Juan Pablo II en un profético discurso del 11 de septiembre de 1999:

Dentro del amplio fenómeno de la globalización, que caracteriza el actual momento histórico, la llamada "financiarización" de la economía es un aspecto esencial y cargado de consecuencias. En las relaciones económicas, las transacciones financieras ya han superado en gran medida a las reales hasta el punto de que el ámbito de las finanzas ha adquirido una autonomía propia. Este fenómeno plantea nuevas y arduas cuestiones también desde el punto de vista ético. Una de ellas atañe al problema de la relación entre la riqueza producida y el trabajo, por el hecho de que hoy es posible crear rápidamente grandes riquezas sin ninguna conexión con una cantidad definida de trabajo realizado. Es fácil comprender que se trata de una situación bastante delicada, que exige una atenta consideración por parte de todos. En la Encíclica Centesimus Annus, tratando la cuestión de la creciente internacionalización de la economía, recordé la necesidad de promover órganos internacionales de control y de guía válidos, que orienten la economía hacia el bien común teniendo en cuenta también que la libertad económica es sólo uno de los elementos de la libertad humana. La actividad financiera, por sus características propias, debe estar ordenada a servir al bien común de la familia humana (5).

V. La neblina del mercado financiero y la recesión mundial

Los bancos repentinamente se dieron cuenta de la gravedad de la situación después de la caída de Bear Stearns en agosto de 2007 y Lehman Brothers en septiembre de 2008. La caída se debía a su imprudencia con el uso y abuso de los derivativos. El mercado de derivativos alcanzó a 531 billones de dólares en el año 2008, contra 106 trillones en el año 2002, es decir que se ha quintuplicado en cinco años. Se llegó a una situación donde nadie confía en el otro. Como remarcó un profesor de Derecho de la Universidad de California: Frank Partovoy:

"Claramente los derivativos han sido una pieza central de la crisis y Greenspan fue el principal proponente de la desregulación de los derivativos, lo cual llevó a esta situación".

La falta de transparencia en el mercado no solamente impide los préstamos interbancarios, sino que los bancos se sientan sobre el dinero efectivo que tienen y se niegan a dar crédito a las empresas. Por eso es que el banco de la Reserva Federal de los EE.UU. se vio obligado a prestar directamente a las grandes empresas del país pasando por encima de los propios bancos y violando los principios de la banca central, según los cuales esta institución es banco de bancos y solamente presta a éstos, y jamás directamente a empresas. Estamos pues ante una crisis de confianza, de crédito. El crédito es como las arterias o la sangre del cuerpo humano. Si no hay crédito la economía no funciona. Las arterias están tapadas. El corazón no puede bombear a la sangre y el corazón tiene que hacer grandes esfuerzos para bombear. El organismo económico queda, pues, al borde de la muerte. Afortunadamente, gracias a Keynes, en la actualidad los banqueros centrales tienen en claro que en situaciones como la presente tienen que prestar casi ilimitadamente y los gobiernos gastar sin pruritos. Por supuesto si es en obras públicas de alta tasa de retorno social, tanto mejor. Esto no estaba claro en la recesión de 1930. Ahora sí. Por ello es que considero que, debido a la acción de los gobiernos y los bancos centrales del mundo, la crisis no va a llegar a desembocar en una depresión como en la de 1930,

(Continúa en pág. 4)

ron Scholes y Joseph Stiglitz en www.economist.com/debates.

(5) Agradezco al Lic. Eduardo Carrasco por haberme conseguido esta cita.

COLUMNA DE OPINIÓN

Autonomía ...

(Viene de la página anterior)

cualquiera de nosotros se rendiría o, por lo menos, que ninguno de nosotros estaría dispuesto a reprochar al agente concreto que se rindiere. En este aspecto, la falta de libertad no es una imposibilidad absoluta, sino un precio demasiado alto a pagar por el ejercicio de la voluntad anterior al nuevo estímulo, estimación que conduce al agente a modificar su voluntad para plegarla a la del autor de la amenaza y al observador a juzgar que ese plegamiento fue *groseramente inevitable* para el agente. Este último punto es importante, así como el adverbio subrayado, porque muestra que, en ciertos casos, la libertad o la falta de libertad para contratar no son otras cosas que nombres que ponemos a ciertos juicios morales acerca de los motivos. ¿Acaso — como dije antes — la perspectiva de una transacción ventajosa y segura no actúa sobre la mente del agente con tanta eficacia como la amenaza de un mal inminente?

Las reflexiones que anteceden no van dirigidas a menoscabar la teoría del contrato, sino a sugerir que lo que puede apreciarse como su actual crisis proviene de que la conciencia de ciertos hechos nos obliga ahora a confrontar el significado de los vocablos que desde hace ya muchos siglos empleamos para enunciarla. Las palabras son tan vagas como nuestra necesidad de comunicación lo solicita; nuevas circunstancias (en este caso, una distinta conciencia social y la irrupción de la tecnología) pueden requerir mayores precisiones en términos que durante mucho tiempo hemos venido usando sin mayores sobresaltos. Cuando descubrimos que la teoría ya no sirve tan ajustadamente de marco a la práctica, probablemente advertimos también que, acunados por la añeja armonía del lenguaje conocido, hablamos atribuido a las palabras un correlato ontológico que ahora se revela variable. Esa es la hora propicia para redefinir los términos con mayor precisión, hacer el esfuerzo de separar en lo posible los significados cognoscitivos de los efectos emotivos y reconstruir nuestra teoría, acaso sobre planos similares pero con materiales más actualizados; y volver a aplicarla hasta que nuevos acontecimientos reclamen otra vez su revisión. En este proceso de la más indudable utilidad práctica, puede ser muy conveniente reconocer y poner en práctica avances que la filosofía en general y la teoría del derecho en especial han aportado al pensamiento humano durante los últimos cien años.

(1) ALTERINI, Adolfo A., "Los pilares del contrato moderno", en La Ley del 26/5/08.

(2) Cf. GUIBOURG-ALENDE-CAMPANELLA, "Manual de Informática Jurídica", Astrea, Buenos Aires, 1996, págs. 225 y ss.

(3) Cf. arts. 11 a 15 de la Ley de Contrato de Trabajo (l.o. 1976) (Adla, XXXVI-B, 1175).

(4) Cf. Ley española 34/1998. La ley argentina 22.802 (Adla, XLIII-B, 1346) prohíbe también algunas de estas prácticas.

(5) Relación numérica que, si se supone fundada en la madurez atribuida a la edad, permite inferir que el derecho está más preocupado por la sensatez en el mercado inmobiliario que en el acierto en la elección de los gobernantes. A su vez, los límites cuantitativos impuestos por la ley han sido puestos en tela de juicio en algunos casos (Cfr. CSJN, 6/11/80, "Saguiry Dib, Claudia Graciela s/autorización", LA LEY, 1981-A, 401; CSJN, 3/5/05, "Cantera Timoteo SA c. Mybla Sierra Chica SA y otros").

(Viene de pág. 3)

aunque sí en una recesión mediana para todos los países desarrollados: EE.UU., Europa y Japón. Un factor decisivo en este pronóstico es el llamado efecto riqueza o, mejor aun, efecto pobreza: con motivo de la caída de todos los mercados de valores del mundo, comenzando por los de Estados Unidos, el público se siente más pobre y en consecuencia se vuelve más ahorrativo. Gasta menos. Pero como el gasto de uno es el ingreso del otro, al gastar menos también se achican los ingresos, lo cual induce a la gente a gastar menos nuevamente. Estos efectos acumulativos son peligrosos y por ello es necesario que los gobiernos incrementen los gastos, disminuyan los impuestos y aumenten la cantidad de dinero. Lo están haciendo, pero aun así quizás lleve de dos a cinco años salir de esta recesión mundial. Esta crisis obliga a repensar y proponer una profunda reforma del sistema monetario (6) y financiero internacional y nacional de los países con una clara reglamentación de los contratos financieros y derivativos muy estricta que disminuya la proliferación de derivativos y aumente su transparencia.

VI. El impacto sobre la Argentina

Como en la depresión de 1930, el impacto sobre la Argentina se va a producir por la vía de la caída de los precios de las materias primas de exportación de nuestro país. La caída de la soja de casi 600 dólares la tonelada a 300 es un hecho, lo mismo con el precio del trigo y el del maíz y el de las demás *commodities* agropecuarias. El petróleo bajó 145 dólares el barril en julio de 2008 a menos de 70 en Octubre. La caída de los precios de las materias primas unida a la retención del 35% sobre las exportaciones impuesta por el gobierno afectará fuertemente la rentabilidad agropecuaria. Cabe esperar una disminución del área sembrada y de la producción del trigo y el maíz del orden del 30%, y una disminución considerable de los volúmenes exportados. La soja se mantendrá. Todo ello unido a una caída de los precios. Por lo tanto caerán las exportaciones agropecuarias en el 2009 en volumen y en ventas nominales.

También lo harán las exportaciones industriales debido a que el tipo de cambio real fijo de 3.20 pesos por dólar ha sufrido los embates de la inflación interna que fue del 25% en el año 2007 y del 20% en este año del 2008. Todo ello determina a una caída del tipo de cambio real del 50% en un año y medio. Si sumamos la revaluación del dólar frente al euro y la fuerte devaluación del real brasileño superior al 30%, claramente surge que el sector industrial también está y estará en dificultades para exportar y para competir con las importaciones baratas de China y Brasil. Por otra parte, si bien el gobierno promete restringir las importaciones de países como éstos, ello seguramente determinará represalias por parte de los demás sobre nuestras propias exportaciones, todo lo cual configura un panorama con NOTAS

(6) CONESA, Eduardo, "Macroeconomía", op. cit. en el capítulo 39, página 403 y ss. se brinda una explicación del plan monetario internacional de Keynes de 1944 que aun hoy podría ser la base para una gran reforma del sistema monetario y financiero internacional.

plejo en el sector externo. Si bien el gobierno planea un superávit en cuenta corriente de 8 mil millones de dólares, es muy posible que si se mantiene este tipo de cambio, el superávit externo se acerque a cero. Si al mismo tiempo el gobierno mantiene las retenciones sobre las exportaciones, ello significa un intento de mantener la recaudación y el superávit fiscal que de acuerdo a lo previsto en el proyecto de presupuesto para el año que viene es del orden de los 30.000 millones de pesos. Es decir también de más de 8 mil millones de dólares.

Pero el superávit fiscal, es bien sabido, tiene efectos depresivos sobre la economía y solamente puede ser mantenido si es contrarrestado por un fuerte superávit comercial que tiene efectos expansivos sobre la misma. En los últimos años, 2002-2007, el superávit comercial superó con sus efectos expansivos al superávit fiscal y ello permitió obtener una tasa de crecimiento importante para nuestra economía. Este esquema parece acabarse en el 2009 debido a la sobrevaluación cambiaria unida a las fuertes retenciones al agro y la voracidad fiscal del 2008 incluyendo en ello el manotazo sobre las AFJP. Las retenciones se justifican en tanto y en cuanto permitan materializar un tipo de cambio real alto. Pero son terriblemente destructivas, depresivas y distorsivas con un tipo de cambio real bajo como el actual. Incidentalmente, en el programa de Mariano Grondona del domingo 19 de octubre, el ex ministro de economía Dr. Cavallo, abogó por la supresión de las retenciones y el mantenimiento del tipo de cambio de 3 pesos por dólar. El problema con esta postura consiste en que si bien aliviaría al campo, por el otro lado, acentuaría la recesión en la industria y la desocupación de la mano de obra en las ciudades. Y por encima de lo anterior, la eliminación de las retenciones, eliminaría también el superávit fiscal (?) y la posibilidad de pagar la deuda externa de 160.000 millones de dólares que heredamos de la política económica del Dr. Cavallo.

En síntesis, la eliminación de las retenciones en el actual tipo de cambio fijo de 3.20 pesos por dólar mejoraría al campo, pero perjudicaría al sector industrial y al empleo de los trabajadores, y al mismo salario real, que bajaría. Esto podría generar una fuerte oposición de la CGT y dificultaría además el pago de la deuda externa, llevando al país a una nueva crisis financiera. Quizás bastante más leve que la de 2001 pero igualmente acompañada de una fuerte corrida hacia los dólares por parte del sector privado y del propio gobierno. Llama la atención que el ex ministro Cavallo, que en el año 1984 publicó un libro con el título "Volver a crecer" argumentando a favor del tipo de cambio real alto y las exportaciones, hoy favorezca el tipo de cambio real bajo y fijo en tres pesos por dólar, el que además impediría generar las divisas para el repago de la deuda externa que él mismo generó.

Con fecha 21 de Octubre de 2008, el gobierno argentino propuso al Congreso un proyecto de ley eliminando las AFJP. Este proyecto

permitiría a las autoridades tomar los activos de dichas entidades por valor de 94.000 millones de pesos. El gobierno puede creer que con este manotazo se ataja el impacto de la crisis financiera internacional sobre nuestro país. Pero no es así, pues estos activos están en su mayor parte en bonos del gobierno argentino que meramente disminuyen la deuda gubernamental interna por vía de la compensación. Solamente el 10% de esos activos están denominados en dólares y son inversiones en el exterior. Con la caída de los valores en Wall Street, sin embargo, es probable que esa suma no supere los tres mil millones de dólares. La gran ventaja del gobierno, con el manotazo sobre las AFJP, radica en el aumento de la recaudación anual en unos 13.000 mil millones de pesos actuales en conceptos de aportes de los trabajadores al sistema, por medio del 11% de sus salarios. Esta recaudación sin embargo se realiza en pesos y la principal limitación que enfrentará la economía argentina en el 2009 será la escasez de dólares. Es cierto que el Banco Central tiene 47.000 millones de dólares de reservas, pero buena parte de éstas están afectadas al pago de las letras de tesorería que el Banco Central emitió a favor del sistema bancario. Resulta obvio que los bancos privados harán lo imposible para impedir que el gobierno eche mano a la totalidad de las reservas. Incluso es dable pensar que si la Argentina no depreció su moneda "pari passu" con la depreciación brasileña de más del 30% de los últimos meses, fue simplemente para proteger el valor en dólares de las LEBAC y NOVACS que están denominadas en pesos. En definitiva, las reservas del Banco Central, en realidad, son muy inferiores a los 47.000 millones que pregona el gobierno, a menos que éste decida madrugara a los tenedores de LEBAC y NOVAC que son bancos privados mediante una depreciación sorpresiva del peso.

En conclusión, reitero que la limitación externa, es decir, la escasez de dólares será el factor limitante de la economía argentina en el 2009 y esa escasez de dólares estará determinada fundamentalmente por la política de tipo de cambio real bajo seguida en el 2007 y 2008, debido a la inflación que sufrimos en esos años. Por eso, si queremos evitar la recesión y la desocupación que nos amenaza nuevamente en el 2009, debemos dejar que se deprecie nuestra moneda, lo cual no sería inflacionario debido, entre otras razones, a la baja de los precios de las materias primas y del petróleo en el mercado internacional. Ello permitiría además lograr conjuntamente un sexteto sinérgico consistente en: primero, mejorar la rentabilidad del agro; segundo, mantener el empleo y los salarios reales de los trabajadores; tercero, mantener las retenciones al fisco y la solvencia fiscal; cuarto, alentar la exportación industrial; quinto, posibilitar el repago de la deuda externa; y sexto, y lo más importante, el mantenimiento de un buen ritmo de crecimiento económico para el país en medio de la recesión mundial. ♦

deuda externa con los aportes jubilatorios, porque además de la falla ética que ello implica, está la falla económica: la deuda externa está denominada en dólares y los aportes para las jubilaciones se recaudan en pesos.

BIBLIOGRAFIA

El notariado al servicio del país
ALVARO GUTIERREZ ZALDIVAR
Ed. Ut Supra
Buenos Aires, 2008

Creo que todos hemos vivenciado ciertas experiencias (lómese viajes, relatos, quizás paisajes, encuentros) a partir de los cuales se

nos configuran o resignifican comprensiones profundas de temas leídos o escuchados. Es quizá, un salto de lo intelectual a lo vivencial. Este enfoque es el que nos propone el autor, personaje multifacético (ex profesor universitario, escritor comprometido con su función, poeta, dirigente institucional) y hoy Director de la Revista del Notariado que nos ofrece una cautivante visión histórica del país, a partir del "mundo notarial", o sea los contenidos de protocolos notariales, la mutación de la normativa y de las instituciones vinculadas con dicho mundo.

Lo hace con una prosa fluida, como quien redescubre al lector décadas y décadas de nuestra historia, contadas al calor de una sobremesa, y con un estilo que nos permite acompañarlo reviviéndolas gratamente.

Así, pasa la historia del Colegio de Escribanos que, en sus albores, era una simple casa para reuniones muy informales de los colegas, hasta llegar a la estructura institucional presente (local, nacional e internacional) acorde con esta época. Ese recorrido minucioso, coloquial, permite fácilmente conectarlo