

La crisis financiera internacional. Una perspectiva Latinoamericana

Guillermo Ortiz

1. La crisis financiera global.

En muchos aspectos, la crisis actual no ha sido muy diferente de acontecimientos que hemos visto en muchos mercados emergentes durante la última década: desequilibrios macroeconómicos derivados de grandes déficit en la cuenta corriente y desequilibrios fiscales; rápido crecimiento del consumo financiado con flujos de capital de corto plazo; políticas monetarias laxas; desregulación financiera; y apalancamiento excesivo en paralelo con una inadecuada regulación y supervisión de las instituciones financieras.

Esos hechos son muy conocidos para las economías emergentes que han sufrido crisis financieras durante la última década. Sin embargo, lo que ha hecho a la crisis actual diferente se compone de tres factores:

1. Su naturaleza global: la crisis en la economía de los Estados Unidos acabó transmitiéndose con intensidad a todas las regiones del mundo.
2. La segunda diferencia importante es la magnitud de la crisis. La cual no sólo se explica por el hecho de que la crisis se difundió desde la

economía más grande del mundo, sino además por el alto nivel de apalancamiento financiero en muchas instituciones financieras de gran tamaño, y por la expansión del denominado sistema bancario paralelo.

3. El tercer aspecto que ha caracterizado a la actual crisis es la simultaneidad de los eventos que tuvieron lugar en distintos mercados, así como en economías tan diversas como Alemania, Corea y México.

2. El impacto de la crisis financiera en América Latina.

El relativo buen desempeño económico que tuvieron Asia y Latinoamérica durante el 2007, llevó a algunos analistas y responsables de las políticas económicas a plantear la hipótesis del desacoplamiento. Sin embargo, la aversión internacional al riesgo que originó la caída de Lehman y la naturaleza global y magnitud de la crisis pronto abarcaron a las economías de los mercados emergentes. En suma, la hipótesis del desacoplamiento no se sostuvo. Así, la turbulencia financiera en los países industrializados se difundió a los países emergentes principalmente a través de dos choques externos de magnitud considerable: uno de demanda y otro financiero.

1. El choque de demanda externa. La recesión en la actividad económica global redujo la demanda para las exportaciones de los países emergentes, lo que trajo consigo a su vez otros dos efectos:
 - i. Una caída en los volúmenes de exportación.- las exportaciones de las economías emergentes experimentaron un declive considerable.
 - ii. Un deterioro de los términos de intercambio.- la recesión global ha traído una modificación importante en los precios relativos. En particular, los precios de las mercancías se han reducido significativamente, aunque recientemente han experimentado cierta recuperación.

2. Un choque externo financiero. La intensificación de la aversión al riesgo por parte de los inversionistas internacionales y las pérdidas sufridas por varios bancos trasnacionales llevaron a una reducción sustancial de las posiciones de riesgos que tienen la mayoría de las economías emergentes. Lo anterior dio lugar a su vez:
 - i. A una restricción del financiamiento externo.- Varias economías emergentes de mercado han sufrido una reducción en la disponibilidad de fondos financieros del exterior.

- ii. Una contracción de la liquidez en los mercados cambiarios y en los mercados de deuda interna en los países emergentes.- El incremento de la aversión al riesgo y las pérdidas de capital forzaron a muchos bancos globales a reducir sus posiciones de riesgo en valores y monedas de las economías de los países emergentes. Como consecuencia, se han reducido las condiciones de liquidez en dichos mercados, llevando a un incremento de la volatilidad en los márgenes solicitados. Así, la pérdida de liquidez en los mercados financieros de las economías emergentes las ha dejado en una situación de mayor vulnerabilidad.
- iii. Estrechamiento de las condiciones para los préstamos en los mercados internos.- Los grandes grupos financieros internacionales usualmente manejan sus riesgos, capital y líneas de negocio de manera centralizada. El incremento inicial de la aversión al riesgo en los mercados maduros y las pérdidas de capital sufridas por muchos bancos llevaron a un buen número de ellos a reasignar su capital y líneas de negocio. Esa reasignación ha golpeado a algunos países con una presencia importante de grandes bancos del exterior. Algunas subsidiarias de bancos del exterior, especialmente aquellas cuya matriz ha enfrentado problemas en su país de origen, han restringido sus créditos.

3. Respuestas a la crisis actual

Desde el inicio de la crisis, las autoridades financieras de diversos países, así como los organismos internacionales han venido trabajando en una ambiciosa agenda. La finalidad de esta agenda es fortalecer la regulación financiera y crear un sistema financiero más sólido que permita promover un desarrollo económico sostenido.

Una de las consecuencias de la crisis actual es que ha obligado a reconocer que las economías del G10 han perdido parte de su importancia en favor de otras economías y regiones. Por tanto, un hecho aceptado es que los esfuerzos internacionales deben de estar coordinados por los países cuyas economías tienen en conjunto un mayor peso en el mundo: es decir las economías del G20

Al respecto, varias de las iniciativas están orientadas a prevenir el sistema financiero pueda apalancarse como lo hizo antes de la crisis. Otras están dirigidas a modificar la arquitectura de la regulación y supervisión. Sin embargo, es importante mencionar que un menor apalancamiento aunque puede ser benéfico desde un punto de vista prudencial también significa menor crecimiento económico.

Dicho lo anterior, me gustaría compartir a continuación algunos pensamientos a cerca de las lecciones que hemos aprendido durante la crisis

y también respecto a los retos que la globalización presenta a las autoridades financieras:

- 1) Arbitraje de la regulación y la supervisión.- Para que una regulación financiera sea efectiva es de suma importancia evitar el tipo de arbitraje regulatorio que ha venido teniendo lugar. Por ejemplo, cabe mencionar la práctica de registrar las operaciones en los lugares, en las entidades o en los vehículos que están sujetos a una menor regulación o supervisión. En este sentido, será crucial avanzar en la armonización de las regulaciones nacionales. Por ejemplo, en cuanto a los regímenes relativos a resoluciones bancarias, estándares de contabilidad, reglas de provisiones y las definiciones de capital.
- 2) La estructura de incentivos.- Las regulaciones no resultan efectivas cuando no modifican la estructura de incentivos que enfrentan los intermediarios financieros. La responsabilidad limitada de que disfrutaban los accionistas y la protección de los depósitos crean incentivos para una toma de riesgos excesiva. El reto para las autoridades es introducir los incentivos correctos.
- 3) Bancos sistémicamente importantes.- Existe un acuerdo amplio respecto a que los bancos importantes sistémicamente representan un reto muy complejo para la estabilidad financiera. No existen respuestas sencillas para enfrentar los problemas que presentan estas instituciones que tienen operaciones en un número muy grande de países.

Para reducir la probabilidad de que un banco global quiebre, algunos funcionarios y responsables de la toma de decisiones han argumentado en favor de acordar una aportación de capital adicional a todo aquel banco que sea considerado como sistémicamente importante. Tengo algunas reservas importantes con respecto a esta medida.

- La aplicación de una aportación adicional de capital a esos bancos les enviaría el mensaje equivocado a los mercados. Ese mensaje sería que las autoridades consideran a esos bancos como muy grandes o importantes para dejarlos quebrar. Lo anterior ciertamente aumentaría el riesgo moral (moral hazard) que representan estas instituciones.
- Una medida del tipo mencionado tendría también aspectos adversos en países que como México, que abrieron su sistema financiero a la inversión extranjera y que por esa razón tienen una presencia importante de bancos de exterior. La aplicación de aportaciones de capital proporcionalmente mayores a los bancos globales se reflejaría en mayores costos de intermediación.

Se han expresado incluso opiniones en favor de separar el negocio bancario entre lo que es la banca tradicional de menudeo y las actividades de especulación en los mercados. Sin embargo, no es siempre fácil establecer una línea divisoria clara entre ambos enfoques. La Comisión Europea se está inclinando en favor de la idea

que no importa cuáles sean los beneficios de las economías de escala en la banca, el interés público requiere de bancos más pequeños.

Consideramos que es importante que los bancos globales sean regulados a nivel local en el mundo. Esto, en la medida de que no existe un prestamista global de última instancia, como tampoco existen procesos de resolución bancaria globales, ni contribuyentes dispuestos a asumir el rescate de un banco global. La responsabilidad última de los sistemas de pagos, de los recursos de los depositantes y en general del funcionamiento de la economía se encuentra en manos de las autoridades de cada país. Por lo tanto, las regulaciones de liquidez y de capital deben ser locales.

Comentario Final

Una lección que es posible derivar de la crisis global es la importancia de invertir en fundamentos macroeconómicos sólidos con el objetivo de lograr una economía más robusta que sea capaz de contar con mayores grados de maniobra para enfrentar los choques externos. Por ejemplo, en los episodios recientes de turbulencia financiera los países más afectados han resultado aquellos con mayores desequilibrios externos, posiciones fiscales más débiles y sistemas bancarios caracterizados por desbalances de monedas y otras distorsiones. Por el otro lado, aquellas economías emergentes con fundamentos relativamente más fuertes han tenido mejores oportunidades para

flexibilizar sus políticas en relación a lo ocurrido durante otras recesiones.

A pesar de que las economías en esa situación también han resentido un severo impacto de la turbulencia financiera de esta crisis, el proceso de ajuste les está resultando más fácil.

Otra lección de la crisis global es que las reservas internacionales son de mucha ayuda en episodios de turbulencias financieras. En principio, los inversionistas extranjeros interpretan que la conservación de un saldo grande de reservas internacionales es una señal de que un país será siempre capaz de honrar sus pasivos externos. Por ello, es menos probable que sufra una salida masiva de capital.

Lo anterior significa que es probable que durante los próximos años veamos una fuerte demanda por reservas internacionales en varios países. Así, bajo las reglas del juego existentes en el sistema monetario internacional, podríamos enfrentar una vez más el llamado dilema de Triffin. En otras palabras, manteniendo todo lo demás constante, el único medio para satisfacer la demanda por reservas internacionales sería a través de un alto nivel de déficit en cuenta corriente por parte de Estados Unidos, hecho que paradójicamente está en la raíz del origen de la crisis actual. Contrariamente, en la ausencia de un alto déficit externo por parte de los Estados Unidos surgiría en el mundo

una seria restricción de liquidez lo cual llevaría a un nuevo periodo de contracción económica.

Una mejor cooperación económica internacional puede ser útil para salir del dilema planteado. Ciertamente, la asignación de DEGS por 283 mil millones de dólares que multiplicarían el saldo actual por 10 veces ha contribuido a complementar las reservas internacionales de varios países y a fortalecer la confianza. Con todo, otros medios deben ser explorados para reducir la demanda por reservas. Yo creo que los arreglos bilaterales de SWAPS de monedas, como el negociado entre la Reserva Federal de Estados Unidos y un número de bancos centrales podrían ayudar en este sentido. Además, el FMI debería seguir apoyando a través de la Línea de Crédito Flexible y considerar la creación de más instrumentos para ofrecer alternativas creíbles a la protección a través de la acumulación de reservas internacionales. De hecho, el FMI necesita diseñar nuevos instrumentos financieros internacionales para promover la estabilidad global de largo plazo y el funcionamiento apropiado del sistema financiero internacional.