

Riesgo y regulación financiera. Lecciones de la(s) crisis financiera(s).¹

Roberto Frenkel²

Introducción

El título de esta sesión hace referencia a la crisis financiera, apuntando probablemente a las lecciones que pueden derivarse de la crisis global que se inició en Estados Unidos a mediados de 2007 y que, dicho sea de paso, aún se encuentra en pleno desarrollo. Yo voy a permitirme modificar ligeramente el título de mi presentación para referirme a las lecciones de las crisis financieras, involucrando en mi reflexión no solamente la experiencia de la reciente crisis global sino también las experiencias de numerosas crisis sufridas por las economías en desarrollo, particularmente las de América Latina (AL), en el período de globalización financiera que tuvo inicio unos cuarenta años atrás.

La abundancia de experiencias críticas en nuestra región está asociada con su temprana incorporación al proceso de globalización. Brasil comenzó a financiarse en el entonces incipiente mercado de eurodólares a fines de los años sesenta y otros países de la región comenzaron a recibir financiamiento internacional de mercado a mediados de los años setenta. La profundidad y prolongada duración de las crisis de las deudas latinoamericanas en los mayores países de la región frenaron por un tiempo el proceso de globalización en los años ochenta. Pero éste se aceleró y extendió geográficamente desde comienzos de los años noventa para dar lugar nuevas crisis en mercados emergentes de otras regiones.

El período comprendido entre mediados de los años setenta y comienzos de los años 2000 abarca un conjunto de crisis que provee un rico material para el análisis del fenómeno. El análisis de sus rasgos comunes provee claras lecciones sobre las causas de las crisis. Consecuentemente, las conclusiones del estudio de esos casos sugieren políticas para prevenir las crisis y también para moderar sus efectos y facilitar su resolución una vez que ocurren.

¹ Documento preparado para ser expuesto en el seminario internacional “Towards Inclusive Development in Latin America and Chile”, organizado por la CEPAL, la Initiative for Policy Dialogue (IPD) y la Foundation for European Progressive Studies (FEPS). CEPAL, Santiago de Chile, 29 y 30 de agosto de 2011.

² Investigador Titular del CEDES y Profesor de la Universidad de Buenos Aires (UBA) y la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT).

La experiencia de las economías en desarrollo en la reciente crisis global proporciona otro tipo de evidencia. El hecho más destacable es que ninguna economía en desarrollo experimentó crisis financiera en este contexto. Este es un dato importante, porque los shocks negativos reales y financieros recibidos por las economías en desarrollo en esta oportunidad fueron semejantes a los impactos sufridos con las crisis asiáticas y rusa de 1997-98. En ambos casos los shocks externos fueron los de mayor magnitud y cobertura geográfica acaecidos desde el principio de la globalización financiera.

Asociamos la novedosa experiencia de los países en desarrollo en la crisis global a dos factores. Uno es el renovado rol que jugó el FMI.³ Las innovaciones en el FMI acercaron más la institución a un papel de prestamista de última instancia, siguiendo una orientación largamente reclamada por los países en desarrollo. Es plausible que la acción del FMI haya contribuido a evitar crisis en un conjunto de economías pequeñas que ostentaban gran fragilidad financiera y externa a mediados de 2008.

Más importante, en nuestra opinión, es el hecho de que no ocurrieran crisis en el resto de las economías en desarrollo, las que no necesitaron acudir al apoyo del FMI.⁴ El segundo factor con que asociamos esta novedosa experiencia son los cambios experimentados por muchas economías en desarrollo en los años 2000. Con respecto a los rasgos dominantes en los años 90 y previos, se produjeron en el período más reciente cambios significativos en las modalidades de inserción en el sistema financiero internacional, en los regímenes de política macroeconómica y en las regulaciones de los sistemas financieros nacionales. El comportamiento de los países de mercado emergente en la crisis global refuerza y confirma las lecciones derivadas del estudio de las crisis previas. Los cambios observados en muchas economías son consistentes con dichas

³ Cabe conjeturar que cierto número de economías pequeñas que exhibían gran fragilidad externa a mediados de 2008 hubieran experimentado crisis de pagos y financieras por el impacto de la crisis global de no haber sido asistidas por programas de Stand-by del FMI (19 casos, sin contar Islandia, entre julio de 2008 y noviembre de 2009). Los casos más destacados son economías del centro y el este de Europa, pero el conjunto incluye cuatro economías de América Central y el Caribe). El rol del FMI adquirió aspectos novedosos desde 2008. Por ejemplo, el fuerte aumento de los recursos de la institución y la mayor flexibilidad del acceso y la condicionalidad de los programas de Stand-by. La principal motivación de esas innovaciones parece haber sido la urgencia por reducir las repercusiones internacionales y controlar la expansión de la crisis que tuvieron en esta oportunidad los países desarrollados que conducen el FMI. Podría decirse, entonces, que esas economías en desarrollo pequeñas y frágiles no experimentaron crisis porque la propia crisis en los países desarrollados motivó cambios en el rol del FMI en el sistema financiero internacional.

⁴ El FMI otorgó Flexible Credit Lines a Colombia, México y Polonia, pero estos programas no parecen haber jugado un papel de importancia en el comportamiento de estas economías durante la crisis global.

lecciones, de modo que la robustez exhibida por las economías en desarrollo en esta ocasión resulta una confirmación a-posteriori de sus recomendaciones.

En lo que sigue desarrollamos los argumentos expuestos.

Las crisis en el siglo XX

En las últimas tres décadas del siglo pasado (algo extendido para incluir los dos primeros años del siglo presente) hubo dos olas de crisis financieras en AL. La primera fue el tsunami que barrió prácticamente toda la región en los primeros años de la década de los ochenta. La segunda ola comenzó con la crisis mexicana de 1995, que fue seguida por la crisis brasileña en 1998 y por las crisis de Argentina y Uruguay en 2001-2002. Entre la crisis mexicana y la brasileña tuvieron lugar fuera de la región las crisis de cinco economías del este de Asia y de Rusia en 1997-98, que tuvieron importantes efectos de contagio financiero y repercusiones reales en AL y contribuyeron a detonar las mencionadas crisis de Brasil y Argentina. Cada oleada de crisis sucedió a un período de auge de ingresos de capitales a los países en desarrollo, en la segunda mitad de los años setenta y en los años noventa.

Cada crisis es singular y diferente de otras en muchos aspectos. Pero en un nivel de mayor abstracción, las crisis latinoamericanas no muestran rasgos específicos que justifiquen considerarlas una categoría analítica distinta, por ejemplo, de las mencionadas crisis en Asia, Rusia o Turquía en 2001. El análisis comparado del conjunto de crisis muestra los siguientes rasgos estilizados comunes:

En todos los casos las crisis fueron precedidas por una dinámica macroeconómica de ciclo, con una fase inicial expansiva, seguida de un período de estancamiento o recesión, una creciente fragilidad financiera y externa y finalmente, la crisis financiera y cambiaria.

La fase inicial de auge es generada por cambios relativamente drásticos en las políticas macroeconómicas y las regulaciones, que combinan típicamente la liberalización del mercado financiero local y la cuenta de capital con alguna regla de predeterminación del tipo de cambio (fijación o crawling-peg activo). En todos los casos el tipo de cambio nominal está fijo o cuasi-fijo y el tipo de cambio real se encuentra inicialmente apreciado o se aprecia durante la fase de auge.

La instrumentación de las nuevas regulaciones y reglas macroeconómicas constituyen un shock exógeno sobre el sistema financiero, que establece rápidamente

incentivos para el arbitraje entre activos externos y locales e induce la fase de auge. Los movimientos internacionales de capital juegan un rol crucial tanto en el auge como en la fase contractiva. Los flujos de capital de la fase de auge son de gran magnitud en proporción de los mercados de cambios, de dinero y de capitales preexistentes.

Por último, la regulación del mercado financiero local es débil. Esto puede ocurrir porque el mercado financiero local fue recientemente liberalizado o porque expansión de la intermediación financiera durante el auge supera la capacidad regulatoria existente.

En los casos de AL en los años 90, los mencionados contextos institucionales y de política macroeconómica se configuraron por la aplicación de programas que combinaron reformas tales como la apertura comercial y la apertura y liberalización de la cuenta de capital – junto con privatizaciones, reformas fiscales y medidas desregulatorias en otros mercados – con políticas macroeconómicas antiinflationarias en las que el tipo de cambio fijo o cuasi-fijo jugaba un papel crucial. México puso en práctica un programa de este tipo en 1988, Argentina en 1991 y Brasil en 1994.

La dinámica cíclica que conduce a la crisis

El punto de partida del ciclo que caracteriza los episodios de crisis es la conjunción de los programas locales con un momento de auge de los flujos de capital hacia los mercados emergentes.

La instrumentación de los cambios en las regulaciones y las políticas macroeconómicas es seguida de masivos ingresos de capital y una primera fase de acumulación de reservas y elevadas tasas de crecimiento de la moneda y el crédito. Hay una fuerte expansión de la demanda doméstica y burbujas de precios de activos reales y financieros, tales como tierra, inmuebles y acciones. Con un tipo de cambio nominal fijo o cuasi-fijo, que goza inicialmente de gran credibilidad, la inversión en activos locales tiene alta rentabilidad en dólares. Hay fuertes incentivos a la adopción de posiciones en activos locales financiadas con endeudamiento en moneda internacional.

El tipo de cambio real está inicialmente apreciado o tiende a apreciarse en la fase expansiva porque la inflación resulta mayor que la suma de las tasas de devaluación prefijadas más la inflación internacional. La presión de la rápida expansión de la demanda sobre los sectores no comerciables contribuye a la apreciación. A consecuencia de la apreciación cambiaria (a la que se adiciona la apertura comercial en

muchos casos) y la expansión de la demanda interna, las importaciones aumentan con rapidez y se amplía el déficit comercial. Asimismo, el déficit de cuenta corriente tiende a aumentar, más lentamente al principio y más rápidamente en adelante, a medida que se va acumulando deuda externa y aumenta el *stock* de capital extranjero invertido en la economía.

La evolución de las cuentas externas y las reservas reflejan un aspecto del ciclo. Hay un continuo aumento del déficit en cuenta corriente. Inicialmente los flujos de capital superan en valor absoluto los déficit y se acumulan reservas. En cierto momento el déficit de cuenta corriente es mayor que los ingresos de capital. Las reservas alcanzan entonces un máximo y luego se contraen, induciendo la contracción del dinero y el crédito. Sin embargo, el ciclo no está determinado exclusivamente por esta mecánica: los flujos de capital no son exógenos. Las decisiones de portafolio de los agentes locales y externos con relación a la proporción de activos locales – la porción de la cartera expuesta al riesgo del país o al riesgo cambiario – son afectadas por la evolución del balance de pagos y las finanzas.

La evolución de la tasa de interés local refleja los aspectos financieros del ciclo. La tasa de interés tiende a reducirse en la primera fase y aumenta en la segunda. Como la política cambiaria goza inicialmente de credibilidad, el arbitraje entre activos financieros y créditos locales y externos inducen la reducción de la tasa de interés local en la primera fase. Tasas de interés bajas contribuyen a la expansión real y financiera. En este contexto se incrementa significativamente la fragilidad financiera local (en el sentido de Minsky). En la segunda fase aumenta la tasa de interés y emergen episodios de iliquidez e insolvencia, primero como casos aislados y luego como crisis sistémica, que en muchos casos precede a la crisis cambiaria.

El aumento de las tasas nominales y reales de interés en la segunda fase del ciclo también se explica por el arbitraje entre activos locales y externos. La suma de la prima de riesgo cambiario más la prima de riesgo país – el precio agregado del riesgo de devaluación y el riesgo de default – es la principal variable que impulsa el aumento de la tasa de interés local. El persistente incremento del déficit en cuenta corriente – y a partir de cierto punto la tendencia contractiva de las reservas – reduce la credibilidad de la regla cambiaria, por un lado, mientras que se incrementa, por otro lado, la probabilidad de que la deuda emitida no sea honrada en tiempo y forma. El sostenimiento de la regla cambiaria y el servicio regular de las obligaciones externas requieren crecientes ingresos de capital. Por lo tanto, los precios de los riesgos tienden a

aumentar. Altas primas de riesgo y consecuentemente, altas tasas de interés, son necesarias para equilibrar los portafolios y atraer capital del exterior. La actividad económica se contrae y episodios de iliquidez e insolvencia contribuyen adicionalmente a reducir la credibilidad de la regla cambiaria. Al final del proceso no hay tasas de interés suficientemente altas como para sostener la demanda de activos financieros locales. Hay corridas contra las reservas del Banco Central, que conducen finalmente al colapso de régimen cambiario.

Las crisis financieras en las economías en desarrollo y desarrolladas

Hasta la emergencia de la crisis subprime en los Estados Unidos, las crisis financieras parecían un atributo exclusivo de las economías de mercado emergente. La crisis reciente en ese país y en otras economías desarrolladas indujo una revalorización de los trabajos de Hyman Minsky para el análisis de los procesos que dan lugar a las crisis. Sus concepciones fueron recuperadas del exilio intelectual y revaloradas porque los procesos que originaron la crisis en Estados Unidos reprodujeron muy nítidamente su modelo.

En el modelo de Minsky las crisis financieras son siempre precedidas por un período de auge económico y financiero. En el desarrollo de esa fase el optimismo es creciente y la confianza va en aumento. Se reduce la percepción de riesgos y los agentes, ahorristas e intermediarios, van asumiendo mayores riesgos. En el proceso se inflan burbujas de precios de activos que sostienen la expansión financiera. En algún momento un episodio negativo llama la atención sobre el alto grado de exposición al riesgo y se inicia una fase de *distress*. La renovada percepción de los riesgos conduce a muchos agentes a desarmar posiciones y preferir liquidez. Las burbujas se desinflan y se registran pérdidas importantes de riqueza. El pesimismo reemplaza al optimismo anterior. El proceso contractivo de la actividad financiera se retroalimenta tal como se retroalimentaba la expansión en la primera fase. El desarrollo de la fase contractiva conduce a la crisis sistémica.

El análisis de las crisis en los mercados emergentes presentado arriba muestra que los procesos que conducen a las crisis financieras en esas economías exhiben rasgos minskyanos similares a los que se verificaron en la economía de Estados Unidos en los años 2000. En todos estos casos las crisis fueron precedidas por períodos de auge en los cuales se expandió la actividad financiera y se asumieron riesgos crecientes. El análisis

del conjunto sugiere que las crisis emergieron como culminación del mismo proceso que causaba un creciente optimismo e incentivaba la toma de mayores riesgos en la fase de auge.

Sin embargo, las crisis de las economías en desarrollo difieren de la norteamericana reciente en un aspecto importante. La diferencia se encuentra en los factores que dan lugar a la fase de auge inicial y a todo el proceso. En las crisis de las economías de mercado emergente, las burbujas que se inflan durante la fase de auge y las innovaciones financieras que sirven de base a la expansión de la actividad son originadas exógenamente por la confluencia de tres elementos: la apertura de la cuenta de capital, el establecimiento de reglas de política macroeconómica que proveen el contexto que hace rentable el arbitraje entre activos externos y domésticos y la laxitud en las regulaciones del sistema financiero local. En los casos de los países en desarrollo las condiciones que inducen el ciclo minskyano fueron generadas por la conjunción de ciertas políticas macroeconómicas (particularmente los tipos de cambio fijos o cuasi-fijos) y reformas liberalizantes en las regulaciones financieras y de la cuenta de capital. En los países en desarrollo los movimientos internacionales de capital juegan un rol esencial en el auge y en la contracción.

Lecciones de las crisis en los países en desarrollo

En conjunto, las crisis en las economías desarrolladas y en desarrollo han puesto de relieve las falencias y los riesgos de sistemas financieros locales débilmente regulados. La lección general es que reforzar y extender la regulación financiera es esencial para evitar la inestabilidad y las crisis. Sin embargo, una conclusión específica del estudio de las economías en desarrollo es que la prevención de crisis en estas economías involucra elementos que van más allá de la regulación de los sistemas financieros nacionales. En estas economías, la conjunción de la modalidad de inserción en el sistema financiero internacional con el régimen de política macroeconómica juega un rol crucial en los comportamientos financieros. Consecuentemente, la prevención de crisis requiere también una configuración macroeconómica consistente, que incluye la política cambiaria y las políticas relacionadas con el manejo del balance de pagos y las reservas internacionales. En síntesis, el estudio de las crisis en los países en desarrollo alecciona que, además de reforzar y extender la regulación financiera, estos países deberían procurar: 1) regímenes cambiarios que den flexibilidad a las autoridades

económicas y prevengan la especulación; 2) medidas que faciliten la regulación de los flujos de capital y 3) políticas que aseguren la robustez de las cuentas externas, incluyendo la acumulación de reservas internacionales y la preservación de tipos de cambios reales competitivos (o al menos no apreciados).

Los cambios en la inserción financiera internacional y las políticas macroeconómicas de los países en desarrollo en el siglo XXI

Estos cambios comenzaron a producirse después de las crisis asiáticas y rusa de 1997-98. Los rasgos novedosos más destacables son los siguientes.

En primer lugar, la generación de superávits de cuenta corriente o la reducción de los déficits previos en muchos países en desarrollo (cuyo resultado global fue la inversión de la dirección de los flujos netos de capital entre países en desarrollo y desarrollados que caracterizó los treinta años previos). Esta configuración persistió después de la crisis global. En segundo lugar, la acumulación de cuantiosas reservas en un gran número de economías en desarrollo. Este rasgo también persistió después de la crisis global. Por último, la adopción en muchas economías de regímenes cambiarios flexibles (con distintos grados de administración).

La orientación de estos cambios es consistente con las lecciones de las crisis financieras expuestas arriba. De hecho, las innovaciones están claramente asociadas con una importante reducción de los riesgos de inestabilidad financiera en los países en desarrollo.

Efectivamente, superávits de cuenta corriente y reservas internacionales voluminosas son indicadores de robustez externa. En los años 2000, la “clase” de activos de mercados emergentes se hizo más heterogénea y muchos de estos activos corresponden a economías robustas. Esto contribuyó a disipar la segmentación de los activos de mercado emergente y redujo sensiblemente los riesgos de contagio y comportamientos de manada con respecto a esta “clase” de activos, de modo que la reducción del riesgo se extendió también a los países en desarrollo que continuaron deficitarios o no flexibilizaron sus regímenes cambiarios.

Los regímenes cambiarios de flotación administrada permiten a la autoridad monetaria intervenir y acumular reservas, para evitar o atenuar tendencias a la apreciación, cuando las condiciones de la cuenta corriente y/o los flujos de capital dan lugar a la presión vendedora de moneda internacional. Así ocurrió en muchos países de

mercado emergente después de las crisis asiáticas y en AL particularmente en el período 2002-2008.

La disponibilidad de reservas reduce el riesgo de default de deudas públicas o privadas por insuficiencia de liquidez internacional bajo cualquier régimen cambiario. Pero la combinación de flotación administrada más abundantes reservas tiende a reducir el riesgo también por otras vías. Frente a un shock externo negativo, la flexibilidad cambiaria da lugar que el tipo de cambio se devalúe contribuyendo al ajuste de la economía al cambio de condiciones externas. En este caso, la disponibilidad de reservas permite la intervención vendedora para controlar la devaluación y evitar el *overshooting* y la formación de burbujas. Esto limita el efecto patrimonial negativo sobre bancos y empresas, particularmente en economías con sistemas financieros parcialmente dolarizados. En este contexto, la exhibición de grandes reservas otorga mayor fuerza a la capacidad del banco central de orientar el mercado cambiario y no se requieren entonces intervenciones vendedoras de gran magnitud.

En AL, la región mostró en los años 2000 un resultado de cuenta corriente superavitario desde 2003, que se tornó en deficitario desde 2008 y alcanzó un déficit máximo para el período en 2010. En realidad, México, gran parte de las economías de América Central y el Caribe y Colombia mantuvieron cuentas corrientes deficitarias en los años 2000, de modo que los agregados superavitorios regionales mencionados resultaron de los resultados del resto de los países de América del Sur. En este conjunto, varias de las economías que habían generado superávit de cuenta corriente desde 2003 se tornaron deficitarias desde 2008 y alcanzaron déficits máximos para el período en 2010. Sin cambios en las políticas económicas que alteren estas tendencias, se proyectan crecientes déficits de cuenta corriente en estas economías.

¿Representan estas tendencias de los déficits de cuenta corriente una amenaza de crisis futura similar a las que representaron en el pasado? De hecho, el mercado financiero internacional no percibe esos déficits como una indicación de riesgo creciente. Por ejemplo, los flujos de capital se intensificaron y las primas de riesgo país permanecen bajas aún en el caso de Brasil, que ya ostenta un déficit significativo. En el pasado, los auges de influjos de capital tuvieron finales críticos cuya causa inmediata fue la insostenibilidad de las deudas externas resultantes de déficits persistentes en las cuentas corrientes. Los aumentos de las primas de riesgo país reflejaban las percepciones de riesgo creciente y, como explicamos arriba, tendían a colocar al país deficitario en situaciones de trampas financieras que desembocaron generalmente en

crisis. Estos procesos se verificaron en contextos de tipo de cambio fijo y escasa disponibilidad de liquidez internacional por parte del país endeudado. Los contextos actuales son diferentes. Por un lado, por la diferencia que establecen la disponibilidad de grandes reservas y los regímenes cambiarios de flotación administrada. Pero también, por otro lado, por los cambios en las estructuras de las cuentas corrientes que tuvieron lugar en los años 2000.

En primer lugar, en los años 2000 las deudas externas tendieron a reducirse muy significativamente. La emergencia de déficits de cuenta corriente bajo estas condiciones es un fenómeno novedoso para la región, ya que desde su reincorporación al mercado internacional a finales de los años 80 la región cargó con pesadas deudas externas heredadas de la fase anterior. En principio, esto sugiere que podría experimentarse una prologada tendencia de creciente endeudamiento externo antes que las relaciones de endeudamiento alcanzaran niveles críticos semejantes a los del pasado. Pero nuestra evaluación de los déficits de cuenta corriente, actuales o esperados, va más allá de este punto y se enfoca en los cambios de estructura en las cuentas corrientes de la región.

Una consecuencia de la reducción de las deudas externas es que, a diferencia de los treinta años previos, la cuenta de pagos a factores del exterior tiene un componente relativamente pequeño de intereses y está explicada en gran parte por las utilidades de la inversión extranjera. Los intereses de las deudas en moneda internacional deben ser necesariamente pagados en esa moneda y constituyen una partida inercial en el débito de la cuenta corriente. En cambio, las utilidades de la inversión extranjera se obtienen en buena medida en moneda local y su magnitud se devalúa en moneda internacional cuando el tipo de cambio se deprecia, por ejemplo, en una situación de *sudden stop*. Además, en esa situación las autoridades pueden imponer restricciones temporarias a las transferencias de utilidades. Por otro lado, en condiciones normales una significativa proporción de las utilidades de la inversión extranjera se destina al financiamiento de nueva inversión (y se registra en el balance de pagos como nuevo influjo de IED), de modo que una parte significativa del débito de la cuenta de utilidades de la IED tiene un financiamiento más o menos automático. En ese caso, ni la parte reinvertida de las utilidades ni el nuevo influjo de capitales pasan por el mercado cambiario. En consecuencia, a igual magnitud del déficit de cuenta corriente, la fragilidad externa representada por este resultado es significativamente menor que en el pasado.

Por ejemplo, entre 1999 y 2010 la proporción de intereses en el débito de la cuenta de renta de la inversión pasó de 40.8% a 7.4% en Chile; de 82.8% a 26.3% en

Colombia y de 93.7% a 15.6% en Perú. La situación de México es algo diferente. La proporción de intereses en el débito de la cuenta de inversión se redujo menos que en los otros países mencionados, pasando de 75.7% en 1999 a 63.8% en 2010. Cabe agregar, además, que en todos los casos deficitarios el flujo de IED financia completamente el déficit de cuenta corriente.

Las mejoras en la regulación financiera en América Latina.

En la prolongada experiencia de globalización financiera de AL hubo dos oleadas de desregulación de los sistemas financieros nacionales. Primero, las desregulaciones instrumentadas en la primera fase de inserción, en la segunda mitad de los años sesenta (con desigual intensidad en los diferentes países). Segundo, la aplicación de los modelos neoliberales en los años noventa. En ambos períodos la debilidad de las regulaciones amplificó los problemas bancarios y la intensidad de las disrupciones financieras.

Sin embargo, en la región hubo aprendizaje. En distintos momentos y con diferentes ritmos, los costos de las crisis bancarias llevaron a revisar los marcos regulatorios, a desandar los enfoques desregulacionistas y a aplicar gradualmente las “mejores prácticas” de regulación y supervisión financieras provenientes de los mercados desarrollados. Estos procesos condujeron a que en los años 2000 los mayores países de la región se encontraran con normas regulatorias muy sofisticadas y de avanzada en el contexto mundial.

Esta conclusión se desprende de varios estudios recientes sobre los sistemas financieros regionales y particularmente, de un estudio comparativo internacional que llevamos adelante en el CEDES durante los últimos tres años. Dicho estudio abarcó los sistemas de Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú. Los documentos producidos se encuentran disponibles en el sitio de Internet de la Iniciativa para la Transparencia Financiera (ITF) (itf.org.ar).

Se concluye en ese estudio que los Bancos Centrales y Superintendencias han llevado adelante en años recientes una intensa labor de revisión y modificación de la normativa, tendiente a su mejoramiento, con base en la experiencia nacional y en la práctica internacional. De la revisión de la normativa actual de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Méjico pueden extraerse las siguientes conclusiones:

Los entes a cargo de la regulación y supervisión bancaria, Bancos Centrales y Superintendencias, han mejorado su institucionalidad, contando con mayores facultades y más recursos para llevar adelante su labor.

Las entidades financieras están bien capitalizadas. En la mayoría de los casos requerimientos de capital son más estrictos que los de Basilea I. Se están cumpliendo las hojas de ruta para la implementación de Basilea II, aunque es posible que esos cronogramas se vean alterados en la medida en que surjan modificaciones al esquema actual como resultado del debate regulatorio mundial.

Los Bancos Centrales cuentan con amplias facultades e instrumentos para actuar como prestamistas de última instancia ante crisis sistémicas. Estos instrumentos fueron testeados durante la reciente crisis global, cuando los bancos centrales actuaron decididamente desplegando una amplia batería de medidas de provisión de liquidez. Sin embargo, merece destacarse que el rol de prestamista de última instancia pudo cumplirse sin que se reformularan los marcos legales y regulatorios existentes y que las operaciones no convencionales fueron limitadas.

Los sistemas de seguro de depósitos son de carácter público en su mayoría, aunque hay dos casos de regímenes mixtos. En algunos países el monto máximo alcanzado por el seguro parece insuficiente para proteger a pequeños y medianos ahorristas. Subsisten también problemas con relación a las facultades de los entes a cargo del seguro de depósitos para participar en los procesos de saneamiento y liquidación de las entidades aseguradas.

Las regulaciones bancarias relativas al riesgo crediticio han mejorado significativamente en los últimos años y se aproximan a las “mejores prácticas” internacionales. Dentro de este cuerpo normativo se incluyen disposiciones orientadas a limitar la concentración de la cartera, el tamaño de las financiaciones a los grandes deudores y el monto otorgado a deudores vinculados. También están en línea con las mejores prácticas internacionales los regímenes de clasificación y previsionamiento de las financiaciones. Perú y Colombia han adoptado recientemente esquemas de provisiones anticíclicas. La contribución de este nuevo enfoque deberá ser evaluado teniendo en cuenta tanto el funcionamiento de estas nuevas experiencias en la región como los resultados que surjan del debate y la práctica internacional en la materia.

Las regulaciones vinculadas con la gestión del riesgo de mercado son muy recientes y sus características son disímiles en los diferentes sistemas financieros nacionales. En algunos países ya fue incorporado el riesgo de mercado en las exigencias

de capitales mínimos. En otros, se estipula que cada banco instrumente un régimen integral de gestión del riesgo de mercado. Las normas sobre gestión de riesgos deberían ser acompañadas, probablemente, de límites más estrictos en la asunción de riesgos de mercado, especialmente respecto de las operaciones más complejas y opacas.

En relación con los instrumentos financieros derivados, en los seis países estudiados se autoriza a los bancos a operar con estos productos en la medida en que cumplan con una serie de requisitos. Las regulaciones reflejan que, ya antes de la crisis reciente internacional, las agencias de regulación eran concientes de los altos riesgos involucrados en esta operatoria. Entre los requisitos y limitaciones para operar se cuentan: prohibición de operar en el rubro derivados de crédito, autorización expresa para operar en el rubro, requerimientos de infraestructura tecnológica, personal experto, manuales de riesgo, compromiso de la dirección e información extracontable. El volumen de la operatoria con derivados varía mucho entre los países, pero en todos los casos resulta muy inferior al que se negocia en los mercados desarrollados. Un motivo de preocupación son los riesgos bancarios originados en la creciente negociación de derivados en mercados OTC.

El riesgo crediticio soberano en la determinación de los requerimientos de capitales mínimos se pondera en cinco de los seis países estudiados con 0% y con 10% en el restante. La ponderación nula reproduce las normas de Basilea, que fueron diseñadas para países con finanzas – habitualmente – sólidas y con títulos soberanos calificados generalmente con grado de inversión. Es cierto que la solvencia de los sectores públicos de la región ha mejorado en los últimos años, situación que se refleja en los *ratings* de los bonos soberanos. De todos modos, parece aconsejable que la ponderación del riesgo soberano no sea nula por definición, sino que se realice tomando en consideración la situación estructural de las finanzas públicas nacionales. Adicionalmente, como ya lo hacen algunas regulaciones, podrían fijarse límites cuantitativos a la exposición de los bancos con el sector público.

La dolarización de la operatoria bancaria ha registrado una tendencia declinante durante los últimos años. Por otro lado, las nuevas configuraciones macroeconómicas reducen los riesgos de variaciones bruscas en los tipos de cambio, con sus negativas consecuencias sobre los sistemas bancarios. Adicionalmente, algunos países recurrieron a regulaciones específicas para limitar la dolarización y privilegiar la intermediación en moneda local. En los países en los que se admite la operatoria en moneda extranjera (Argentina, Chile, Méjico y Perú) existe una amplia regulación prudencial tendiente a

limitar los descalces cambiarios de los bancos y a monitorear el riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario. En Perú, el único país del estudio donde la dolarización sigue siendo elevada, la Superintendencia aplica una serie de normas para reducir los riesgos inherentes a la dolarización. Sin embargo, en las regulaciones peruanas el riesgo de crédito inducido por el riesgo cambiario no está suficientemente contemplado. Pese a los avances logrados en los últimos años, los riesgos inherentes a la dolarización parcial de la actividad financiera deben ser motivo de monitoreo permanente, más aún en un contexto internacional como el actual, caracterizado por la volatilidad de los flujos de capitales y los tipos de cambio.

Con relación al perímetro de la regulación, esto es, el alcance de las normas en relación con las entidades, mercados y productos, la gran participación de los bancos dentro del conjunto de entidades y la menor sofisticación de la actividad financiera constituyen ventajas regionales en comparación con los países desarrollados. Si bien la regulación y la supervisión se concentran prioritariamente en los bancos, en función de su relevancia sistémica y de su acceso al prestamista de última instancia, existe una sana tendencia a incorporar dentro del perímetro de la regulación a la totalidad de los operadores financieros, incluyendo algunos no tradicionales.

Los conglomerados financieros tienen una presencia relevante en los sistemas financieros. Se advierte una preocupación creciente (aunque dispar entre los países) de los supervisores por controlarlos, imponiendo la presentación de balances y la gestión de riesgos en forma consolidada. De todos modos, los avances son aún insuficientes. Existen dificultades para coordinar las agencias involucradas en el control de los distintos rubros en los que participa el conglomerado. Son insuficientes las regulaciones relativas a la actividad fiduciaria y a las inversiones *securitizadas* de los bancos. La superación de estas debilidades cobra mayor importancia si, como se prevé, los conglomerados financieros seguirán creciendo, impulsados por el desarrollo de los mercados de capitales.

Dada la elevada participación de los bancos extranjeros en los seis sistemas financieros, la regulación bancaria transnacional cobra gran importancia. Los problemas de la banca internacional en sus países de origen pueden repercutir en los países donde se localizan sus sucursales y filiales. La regulación puede contribuir a atenuar este riesgo. En primer lugar, aplicando a la banca extranjera exigencias no menores que las que afrontan los bancos locales. En segundo lugar, exigiendo a los supervisores extranjeros que ejerzan una supervisión consolidada entre la casa matriz y sus filiales en

el país. En tercer lugar, profundizando el intercambio de información con las agencias de supervisión del exterior. Finalmente, difundiendo entre los depositantes y acreedores de las filiales locales el verdadero grado de compromiso de la casa matriz respecto de los pasivos domésticos. Existen avances (desiguales) en la concreción de estas directrices, pero subsisten tareas que deberían ser encaradas.

Por último, la normativa vinculada con la exposición de los estables contables, la divulgación de la información y las auditorías externas ha experimentado avances sustantivos. De todos modos, en materia de exposición contable y apertura de la información existe un margen considerable para difundir mejor la composición de los conglomerados financieros, el detalle de las carteras activas de las entidades y de los grandes deudores, las operaciones fuera de balance, la exposición a riesgos de mercado y los riesgos transnacionales.

Conclusiones y perspectivas

La combinación de cuentas externas robustas, disponibilidad de importantes reservas, flexibilidad cambiaria administrada y mejor regulación financiera mostró sus virtudes en ocasión del contagio de la crisis global. Efectivamente, la crisis global resultó un *stress-test* para los países de mercado emergente. Como fue explicado arriba, ninguna economía de mercado emergente sufrió crisis externa o financiera y no hubo defaults. Por otro lado, el incremento de los recursos del FMI y la flexibilización en la aplicación de sus programas jugó también un papel en evitar crisis y defaults en los países de mercado emergente y este renovado rol del FMI debería ser duradero. En síntesis, los resultados del *stress-test* de la crisis global reforzaron las percepciones de bajo riesgo previas: la probabilidad de crisis financiera y externa en las economías de mercado emergente parece encontrarse en un mínimo de todo el período de globalización.

Sin embargo, el FMI manifiesta ahora preocupación por la tendencia de las cuentas corrientes y una fragilidad financiera doméstica creciente, causadas ambas por los importantes flujos de capital que está recibiendo la región. Esta preocupación fundamenta el cambio de posición con respecto al tratamiento de los flujos de capital adoptado recientemente por el FMI. La institución promueve ahora una actitud prudente frente a los flujos de capital y recomienda políticas para neutralizar o atenuar sus efectos, incluyendo la eventual imposición de controles de capital. El reducido riesgo de

crisis que diagnosticamos podría sugerir que promovemos una orientación más pasiva que el FMI con respecto a los flujos de capital y sus efectos. No es así.

Las conclusiones de nuestro análisis dicen que los países de mercado emergente se encuentran más robustos que en el pasado para enfrentar shocks externos negativos y que en el futuro previsible no parece probable que los flujos de capital se detengan abruptamente por la emergencia de situaciones críticas propias en alguno de los países receptores. Pero esto no implica que dichos países no podrían experimentar un *sudden stop* por otra causa, por ejemplo, por la emergencia de un nuevo episodio crítico importante en las economías avanzadas. Tampoco está garantizada la continuidad de las condiciones comerciales favorables que experimentan muchos países en desarrollo. Por ejemplo, no es una hipótesis descartable que una recaída de Estados Unidos en la recesión termine provocando un impacto negativo en los precios de las *commodities* y una importante contracción de las exportaciones de los países en desarrollo. El futuro es incierto siempre, pero la incertidumbre actual está exacerbada.

La prudencia frente a la incertidumbre aconseja medidas para neutralizar o atenuar los efectos del auge de ingresos de capital. Esas medidas deben adoptarse no solamente para evitar la formación de burbujas en los precios de los activos locales y mantener bajo control la inflación, sino también porque no adoptarlas incrementa la exposición de las economías en desarrollo a los riesgos mencionados. En este aspecto coincidimos con la posición adoptada poco tiempo atrás por el FMI, tal como está expresada en diversos documentos recientes de la institución.

Sin embargo, la misma prudencia en el diseño de las políticas debería generalizarse a todos los efectos del auge de flujos de capital, incluyendo los efectos de una apreciación relativamente prolongada del tipo de cambio real (TCR) sobre el crecimiento, la actividad industrial y el empleo. En este aspecto discrepamos con la posición del FMI, que desconsidera la apreciación del TCR entre los criterios para guiar la instrumentación de controles de capital.

Los flujos de capital y sus efectos sobre el TCR involucran una amenaza sobre la economía real, sobre el desarrollo y el empleo, generando tendencias negativas que demoran en hacerse claramente perceptibles y que no asumen formas críticas (a diferencia de las tendencias en las finanzas o el balance de pagos). Estos efectos reales deben tomarse en cuenta en pie de igualdad con los riesgos de crisis porque son difícilmente reversibles. La inversión en la industria es mayormente irreversible y la pérdida de competitividad de la industria resultante de varios años de apreciación del

TCR (aún cuando sea transitoria) produce destrucción permanente de capital organizacional y humano. Más aún, la prudencia en el tratamiento de los efectos reales de una apreciación más o menos prolongada es recomendable aún en el caso en que los términos de intercambio y las condiciones de financiamiento internacional favorables fuesen perdurables.

En contrario de una orientación pasiva, esa opinión nos conduce a recomendar la aplicación de políticas enérgicas para neutralizar o atenuar los efectos de los flujos de capital. Creemos que la aplicación de esas políticas es crucial y urgente y creemos también que deben ser intensamente promovidas, particularmente porque los gobiernos no perciben las tendencias actuales como una amenaza de crisis futura que incentive su instrumentación.