



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

INSTITUTO DE ESTUDIOS
LATINOAMERICANOS (IELAT)

La crisis financiera y su impacto en América Latina: orígenes, reformas y desafíos

**Parte II: Algunas reflexiones respecto a las
reformas de la arquitectura financiera en el
ámbito nacional e internacional**

José Luis Machinea

SERIE IAES-IELAT: DOCUMENTOS DE TRABAJO
CONJUNTOS

02/2009

**INSTITUTO
UNIVERSITARIO DE
ANÁLISIS ECONÓMICO
Y SOCIAL**

DIRECTOR

**Dr. D. Tomás Mancha
Navarro**

Catedrático de Economía
Aplicada, Universidad de Alcalá

DIRECTOR FUNDADOR

**Dr. D. Juan R. Cuadrado
Roura**

Catedrático de Economía
Aplicada, Universidad de Alcalá

AREAS DE INVESTIGACIÓN

ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

**Dr. D. Rubén Garrido
Yserte**

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

ECONOMÍA LABORAL

**Dr. D. Carlos Iglesias
Fernández**

Profesor Contratado Doctor
Universidad de Alcalá

ESTUDIOS SECTORIALES,
FINANCIEROS Y PYME

**Dr. D. Antonio García
Tabuenca**

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

SERVICIOS E INNOVACIÓN

**Dr. D. Luis Rubalcaba
Bermejo**

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

**INSTITUTO DE
ESTUDIOS
LATINOAMERICANOS**

PRESIDENCIA

**Dr. D. Juan Ramón de la
Fuente**

DIRECCIÓN

Daniel Sotelsek Salem

SUBDIRECCIÓN

Pedro Pérez Herrero

CENTROS

CENTRO EURO AMERICANO DE ESTUDIOS
JURÍDICOS (CEAEJ)

Dr. D. Diego Luzón Peña

CENTRO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DE
AMÉRICA LATINA (CEEAL)

**Dr. D. Diego Azqueta
Oyarzún**

CENTRO DE ESTUDIOS HISTÓRICO-
CULTURALES (CEHC)

Dr. D. Pedro Pérez Herrero

CATEDRAS

CÁTEDRA SIMÓN BOLÍVAR

**Dr. D. Juan Ramón de la
Fuente**

CÁTEDRA RAÚL PREBISCH

Dr. D. José Luis Machinea

CÁTEDRA JEAN MONNET

Dr. D. Carlos Jiménez Piernas

CÁTEDRA DE DEMOCRACIA Y DERECHOS
HUMANOS

**Dra. Dña. Isabel Garrido
Gómez**

DOCUMENTOS DE TRABAJO CONJUNTOS IELAT-IAES

BREVE PRESENTACIÓN

Esta nueva serie de Documentos de Trabajo Conjuntos es el inicio visible de una colaboración entre estos dos Institutos, ya realizada en otros ámbitos, y que esperamos constituyan el arranque de una nueva etapa en la que podamos coordinar otras formas de actuar conjuntamente en trabajos de investigación y en la difusión de temas de relevancia, teniendo siempre presente que la vocación latinoamericana del IELAT se vea reforzada con la que el IAES siempre ha mantenido.

De una forma más concreta, esperamos que esta colección que arranca con la valiosa colaboración de José Luis Machinea en su análisis, en dos documentos, sobre la crisis financiera y económica que nos viene afectando en los últimos dos años se convierta en un breve plazo en un foro donde los investigadores de ambos Institutos, así como otros de otros centros y de otras partes del mundo, especialmente Latino América, expongan adelantos o resultados ya cerrados de sus trabajos. Además la oportunidad del tema, la crisis económica actual, encaja perfectamente en la línea editorial que, en particular, el IAES venía manteniendo desde el año 2008, aunque obviamente la colección se abrirá a otros temas, buscando siempre un equilibrio entre la rigurosidad y la posibilidad de difusión que son dos parámetros que en la evolución actual de muchas revista no son fáciles de conciliar, pero que aspiramos a lograr en esta serie de documentos de trabajo. En cualquier caso, el rigor presidirá siempre el contenido de los trabajos que se publiquen en esta colección, que serán seleccionados por una comisión conjunta de ambos Institutos.

TOMÁS MANCHA
Director IAES

DANIEL SOTELSEK
Director IELAT

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en Internet:

- [Http://www.iaes.es/iaes_sp/publicaciones.htm](http://www.iaes.es/iaes_sp/publicaciones.htm)
- [Http://www.ielat.es](http://www.ielat.es)

ISSN: en trámite



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social

Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225
Fax (34)918855211
Email: iaes@iaes.es. WEB: www.iaes.es



Universidad
de Alcalá

INSTITUTO DE ESTUDIOS
LATINOAMERICANOS (IELAT)

C/ Trinidad Nº 1, Edificio Colegio de Trinitarios, 28801 Alcalá de Henares.
Tel: (34) 91885 2573-2579-5275
Fax: (34) 91885 2579
Email: ielat@uah.es. WEB: www.ielat.es

PARTE II: ALGUNAS REFLEXIONES RESPECTO A LAS REFORMAS DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA EN EL ÁMBITO NACIONAL E INTERNACIONAL*

RESUMEN:

Después de analizar los motivos por los que es necesario regular el sistema financiero, el artículo discute los cambios más importantes que requiere esa regulación en el ámbito nacional, incluyendo una visión macro y micro-prudencial. Ese análisis incluye una breve opinión respecto del papel de los bancos centrales en relación con las burbujas en los mercados de activos. Dado que en un contexto de globalización se requiere coordinar las regulaciones, el artículo discute las características que debe tener esa regulación a escala global. Finalmente, considerando la asimetría en términos de las posibilidades de implementar políticas contracíclicas entre el mundo desarrollado y los países en desarrollo, el artículo discute como superar esa deficiencia a través de un papel más relevante de un remozado Fondo Monetario Internacional.

Palabras clave: crisis financiera, regulación, mercados, bancos centrales, desarrollo, políticas, Fondo Monetario Internacional.

Códigos JEL:

ABSTRACT

After analyzing the reasons why it is necessary to regulate the financial system, the authors discuss the major changes that require such regulation at the national level, including a macro view and micro-prudential. This analysis includes a brief review of the role of central banks in connection with the bubbles in asset markets. Since in the context of globalization is required to coordinate the regulations, the article discusses the characteristics that such regulation must be global. Finally, given the asymmetry in terms of the opportunities to implement countercyclical policies between the developed and developing countries, the authors discuss how to overcome this deficiency through an enhanced role of a revamped International Monetary Fund.

Key words: financial crisis, regulation systems, markets, central banks, development, policies, International Monetary Fund.

AUTOR:

JOSÉ LUIS MACHINEA, Director de la Cátedra Raúl Prebisch del Instituto de Estudios Latinoamericanos. Email: jl.machinea@uah.es

* Este documento fue posible gracias al financiamiento de la Fundación Carolina. Agradezco la colaboración de Guido Zack.

INDICE

1 Introducción.....	6
2 Regulaciones en el ámbito nacional	7
3. Las instituciones internacionales vinculadas a la regulación financiera	19
4. En busca de un prestamista internacional de última instancia	20
5. Reflexiones finales	23
Notas al final.....	25
Bibliografía	28

1 – INTRODUCCIÓN

La actual crisis ha hecho evidente las deficiencias de los sistemas de regulación y de supervisión del sector financiero en los países desarrollados. Es interesante observar que, a diferencia del pasado, las deficiencias son mucho menores en los países en desarrollo, en especial en América Latina y Asia en Desarrollo. La razón debe buscarse en las lecciones que dejaron sucesivas crisis financieras¹.

Reducir los riesgos de ocurrencia de nuevas crisis requiere cambios en las regulaciones y la supervisión alrededor del mundo, tales como las destinadas a reducir el exagerado apalancamiento de los últimos años y la naturaleza procíclica del sector financiero

Asimismo, la crisis ha hecho innegable algunas de las deficiencias de la actual etapa de la globalización, en especial la ausencia de coordinación y de instituciones a escala global. Si bien en este caso esas deficiencias han sido evidentes en el ámbito financiero y en los desequilibrios de cuenta corriente, las mismas se extienden a otros ámbitos, tal como el comercial, la migración o el cambio climático (United Nations, 2009). En lo que respecta a los aspectos financieros, las carencias tienen dos características dominantes. Por un lado, a pesar de la globalización de las transacciones y de las entidades financieras, no existe un ordenamiento global, sino una suma, no coordinada, de regulaciones y

supervisiones nacionales. Los impactos sobre la competencia son evidentes, pero mucho más costoso son los problemas de contagio y de crisis que inadecuadas regulaciones y supervisión en algunos países crean a escala global.

Por el otro, esta crisis ha dejado en evidencia una vez más que los países en desarrollo son los que usualmente tienen menos instrumentos para paliar los efectos de la crisis. Esa asimetría es la que provoca un incentivo al autoaseguramiento, lo que no sólo es poco eficiente, sino que, además, contribuye a los desequilibrios globales al brindar una fuente barata de financiamiento a los países desarrollados y a Estados Unidos en particular. Modificar las instituciones financieras globales para reducir esta asimetría es, por lo tanto, indispensable.

El artículo está organizado de la siguiente manera. La sección 2 comienza pasando revista a las razones que hacen necesario, a diferencia de lo que ha sido la tendencia en los últimos años, una mayor regulación de los sistemas financieros, para luego discutir cuáles son a nuestro entender los cambios más importantes que debieran darse en este ámbito, incluyendo una visión macro y micro-prudencial. Ese análisis incluye un breve comentario respecto del papel de los bancos centrales en relación con las burbujas en los mercados de activos. En la tercera sección se discute la importancia de coordinar las regulaciones y supervisión a escala global, así como

las dificultades para avanzar en ese proceso y las alternativas de política. La cuarta sección analiza la asimetría en términos de posibilidades de implementar políticas contracíclicas entre el mundo desarrollado y los países en desarrollo, una asimetría tanto más inequitativa cuando la crisis se origina en el Norte. Se argumenta que la única solución posible es la existencia de un prestamista global, y que ese prestamista debe ser el Fondo Monetario Internacional, claro está, un Fondo remozado en cuanto a su gobernabilidad y sus políticas. Ese prestamista de última instancia es, además, funcional para reducir los desequilibrios globales en cuenta corriente. En la quinta sección se vuelcan algunas consideraciones finales.

2 - REGULACIONES EN EL ÁMBITO NACIONAL

a. ¿Por qué regular?

La mayoría de las regulaciones del sector financiero fueron impuestas como consecuencia de la crisis de la década de 1930, que dejó en evidencia los riesgos de la ausencia de regulación y supervisión del sistema. Esta tendencia se comenzó a revertir a partir de la década de los ochenta, en un contexto de un proceso amplio de desregulación, que incluyó al sector financiero. Ese proceso se aceleró a partir de las normas de Basilea I, que ponen un exagerado énfasis en la autorregulación y generan incentivos para incluir ciertos activos como cuentas de orden en los

balances. Otros hitos importantes fueron la reducción gradual, hasta su eliminación total en 1999, de la separación de funciones entre la banca de depósitos y otras actividades financieras en Estados Unidos, y el aumento del apalancamiento de los bancos en general y de los bancos de inversión en particular a partir de 2004.

Por lo tanto, la actual crisis debiera ser un elemento más que suficiente para proponer una mayor regulación de los mercados financieros. Pero además de la evidencia de a donde nos ha llevado la desregulación, nos ha parecido conveniente, antes de discutir algunas de las propuestas específicas para revertir esta tendencia, analizar por qué el sector requiere una mayor regulación, no sólo respecto a su pasado reciente, sino también en relación con otras actividades.

En primer lugar, en el sector financiero, de la misma manera que otros sectores, por ejemplo en el de salud, hay asimetría de información, en este caso entre la entidad financiera y sus clientes. Por lo tanto, la idea de que las expectativas racionales de los distintos agentes económicos llevan a un equilibrio eficiente no se sostiene. La idea de que ello se subsana protegiendo a los inversionistas de menor tamaño, por ejemplo a través de sistemas de garantías de depósitos, ha demostrado ser falsa en la última crisis: la asimetría va más allá del tamaño de los actores. Claro está que esta asimetría de información se

convirtió en absolutamente dominante por los niveles inéditos de opacidad que caracterizaron a esta última crisis².

Una segunda "imperfección de mercado" se relaciona a la existencia de externalidades, básicamente vinculadas a situaciones de riesgo sistémico que han caracterizado a muchas crisis financieras, ya que la caída de una entidad puede, y generalmente lo produce, generar incertidumbre que repercute sobre otras entidades del sistema, lo que haría que el costo total sea mayor que el que padecerían los accionistas e inversores del banco quebrado³. No es de extrañar, entonces, que después de la crisis de 1930 en Estados Unidos, la actitud de casi todos los gobiernos alrededor del mundo durante episodios de crisis financiera, ha sido la de rescatar a las entidades, al menos a las de mayor tamaño relativo. Ese seguro implícito aumenta los costos de las crisis, costos que no son cubiertos por el sistema financiero. La situación se agrava si, como consecuencia de ese comportamiento del sector público, las entidades financieras toman riesgos exagerados y por ende alejados de la eficiencia del mercado.

Una solución, que no elimina la existencia de imperfecciones asociadas a las externalidades, pero que sin duda las reduce, es la de salvar a la entidad pero no a los accionistas y la de mantener una "discrecionalidad constructiva" de modo que nadie tenga asegurado el salvataje.

Hay una tercera imperfección de mercado, vinculada a que quienes dirigen las entidades financieras, y por cierto las grandes empresas del mundo, no son los dueños, por lo que suelen existir otros objetivos más allá de maximizar el beneficio para los accionistas, y es el de maximizar los beneficios para los directivos⁴. Eso es lo que ha pasado durante la última crisis y ello también requiere la intervención del Estado, dado que las consecuencias de esa actitud no sólo resultan en costos para los accionistas sino también para el conjunto de la sociedad.

Considerando, por lo tanto, que la regulación del sector financiero es imprescindible, cabe preguntarse cuáles serían a nuestro entender las regulaciones más relevantes. Ese es el tema que se discute a continuación.

b. Respetto de las normas⁵

De la micro a la macro regulación prudencial. Como los países en desarrollo saben desde hace un tiempo, se pueden tener las mejores regulaciones microeconómicas pero ello no evitará una crisis financiera si existen grandes desequilibrios macroeconómicos. La última crisis es un ejemplo en este sentido, no porque las regulaciones micro hayan sido buenas sino porque ciertos desequilibrios macroeconómicos^{6,7}, en particular la burbuja en el mercado inmobiliario de Estados Unidos, actuaron como detonantes de la crisis. Los países en desarrollo han experimentado muchas crisis

financieras como consecuencia de grandes desequilibrios macroeconómicos, en especial asociados a excesivos déficit en cuenta corriente y a grandes apreciaciones de sus monedas. En muchos casos estos desequilibrios han sido impulsados por el sistema financiero, por ejemplo como resultado de un comportamiento excesivamente procíclico, usualmente vinculado a un exagerado financiamiento externo que ha contribuido a la apreciación cambiaria. En términos más generales, el riesgo del sistema financiero en su conjunto no es igual a la suma de los riesgos individuales, sino también del grado de correlación entre los balances de las distintas entidades.

Al respecto, hay dos líneas de acción que son de especial importancia. Por un lado, políticas contracíclicas en términos de provisiones o, lo que es equivalente, en términos de los requerimientos de capital. Sobre este tema nos extendemos más adelante. Por el otro, la creación de un organismo en el ámbito nacional cuya tarea central sea estudiar y prevenir posibles riesgos sistémicos y recomendar las medidas más apropiadas en cada circunstancia.

En este sentido, si bien el establecimiento de reglas parece ser la manera más eficiente de contrarrestar las presiones que siempre intentarán reducir las regulaciones que afecten la rentabilidad de las entidades financieras en el corto plazo, las autoridades regulatorias deben estar

dispuestas a tomar, adicionalmente, medidas discrecionales para reducir la ocurrencia de riesgos sistémicos. Un ejemplo obvio sería que a la luz de la burbuja en el mercado inmobiliario, la respuesta debiera haber sido un aumento de las provisiones de los créditos dirigidos al sector y la reducción del monto del préstamo respecto al valor de la propiedad. Asimismo, si esa burbuja estuviera acompañada de un excesivo déficit en la cuenta corriente, la respuesta adicional debiera haber sido una reducción del déficit fiscal. En ambos casos podría haberse aumentado la tasa de interés, pero pareciera una estrategia menos eficiente que las arriba mencionadas.

En el caso de los países en desarrollo hay dos factores que tienden a aumentar la volatilidad macroeconómica. Por un lado, los movimientos de capital que, considerando el tamaño relativamente pequeño de los mercados financieros de la mayoría de esos países, tienden a tener un efecto considerable sobre la expansión monetaria y/o sobre la deuda interna cuando se intenta esterilizarlos en la fase expansiva del ciclo.

Por el otro, la escasa capacidad de realizar política contracíclicas en la fase recesiva del ciclo como consecuencia del limitado acceso al financiamiento externo durante ese período. Por lo tanto, la política de prevención de los desajustes macroeconómicos adquiere especial relevancia en el caso de los países en desarrollo. Asimismo, el tratamiento

del movimiento de capitales, tendiente a reducir su prociclicidad, tiene que ser una parte importante de la política macro-prudencial y puede incluir desde impuestos al ingreso de capitales hasta regulaciones específicas respecto a las características de los préstamos del exterior.

La prociclicidad del sector financiero.

Además de políticas macroeconómicas contracíclicas se requiere también de políticas financieras contracíclicas. La tendencia al aumento de la relación activos/capital durante la fase expansiva del ciclo, en parte a través de distintas innovaciones financieras, es un claro indicador que durante esa fase hay un sesgo a subestimar el riesgo de los créditos, como la hay a sobreestimarlos en la fase recesiva⁸. Ésta es una observación que se sustenta, entre otras cosas, en las burbujas en el precio de los activos que suelen acompañar los períodos de auge y preceder a las crisis financieras.

Considerando que son varias las razones del comportamiento procíclico del sistema financiero, tales como la valuación de los activos a precios de mercado, el costo del aseguramiento, el costo de la resolución de las crisis (escasas reservas durante el auge) y el apalancamiento, es necesario tener un enfoque holístico para tratar este tema (Borio, 2009, United Nations 2009).

Sin duda el elemento más importante de la prociclicidad está dado por las variaciones de la relación de los

activos a patrimonio a lo largo del ciclo, para lo que lo aconsejable son requerimientos de capital en relación a los activos que aumenten en la fase expansiva y disminuyan durante la parte contractiva del ciclo⁹. Es decir requerimientos de capital contracíclicos. Una propuesta en este sentido es la de Charles Goodhart y Avinash Persaud (2008), según la cual las necesidades de capital aumentarían exponencialmente cuando el crecimiento de los activos de cada banco exceda ciertos niveles máximos dados por el objetivo de inflación, el crecimiento de largo plazo y cierta flexibilidad para considerar los cambios en la relación préstamos a producto¹⁰.

Para no congelar la participación de los bancos en el sistema financiero, sería necesario dar un mayor margen a los bancos de menor tamaño relativo. El objetivo de inflación y el crecimiento de largo plazo son en esta propuesta los componentes contracíclicos, ya que se supone que la inflación y el producto tienden a moverse por encima de ambos en los períodos de auge e inversamente durante la recesión. Esta propuesta tiene la ventaja que castiga a las entidades con mayor sesgo procíclico durante el auge, pero la desventaja que no es evidente el criterio a aplicar durante la fase recesiva. Sin embargo nos parece que la regla podría extenderse a la fase contractiva, período en el que la expansión del crédito seguramente estaría por debajo de lo permitido por las reglas, lo que automáticamente reduciría las necesidades de capital. No se nos

escapa que la medida sería más efectiva para evitar excesos durante el auge que para estimular el crédito durante las recesiones, ya que si bien los incentivos son los correctos, menores requerimientos de capital no necesariamente generarán un aumento de los créditos.

Otro punto interesante de esta propuesta es que en vez de buscar indicadores macroeconómicos para determinar la fase del ciclo en la que se encuentra la economía, directamente afecta el ritmo de expansión del crédito en cada una de las entidades: cuando esa expansión supera ciertos criterios previamente establecidos aumentan los requerimientos de capital, los que disminuyen en el caso contrario (escasa expansión del crédito). La ventaja radica en que no siempre es posible determinar con precisión en qué etapa del ciclo se encuentra la economía y por ende cuando deben cambiar las regulaciones. Además, la burbuja en el precio de los activos muestra una clara correlación con la evolución del crédito (IMF, 2009a, capítulo 4).

Dado que hay alternativas a esta propuesta, las mismas debieran analizarse en detalle para seleccionar la más eficaz para reducir el carácter procíclico del apalancamiento (Financial Stability Forum, 2009a, y Borio y Drehmann, 2008).

Lo que a nuestro entender es de especial relevancia es si la medida debiera aplicarse de manera discrecional durante el ciclo o debiera

establecerse una regla. Considerando la capacidad de lobby del sector financiero, respaldado posiblemente por los gobiernos y otros actores durante la fase expansiva del ciclo, y la cantidad de recursos que controla, creemos que la regulación debiera establecerse mediante una regla que, como tal, debiera tener efecto de manera automática. Ello no implica que no pudieran hacerse ajustes discrecionales en circunstancias especiales, como las vinculadas a la expansión del crédito a algún sector donde se note comportamientos que podrían poner en riesgo a la estabilidad macroeconómica. Ello debiera ser alertado por el organismo propuesto para evaluar los riesgos sistémicos.

Requerimientos de capital y de liquidez. Una de las propuestas, que no es nueva después de una crisis financiera, es la de aumentar los requerimientos de capital y liquidez. Es evidente que cuanto mayores sean estos requerimientos menores son los riesgos de una crisis financiera por problemas de liquidez y solvencia, pero también es cierto que a mayores requerimientos mayor será el margen de intermediación y, por lo tanto, la tasa de interés.

En el extremo, una regulación microeconómica exagerada en términos de los requerimientos de capital y liquidez de las entidades financieras puede aumentar el riesgo macroeconómico. Por lo tanto, es necesario lograr algún equilibrio que reduzca los riesgos de crisis microeconómica en el sector

financiero pero que, al mismo tiempo, genere financiamiento a tasas razonables para los sectores productivos.

Veamos primero los requerimientos de capital. Dado que es necesario disminuir la vulnerabilidad de las entidades financieras y, a su vez, aumentar el costo para los accionistas de una mala selección de activos, el aumento de los requisitos de capital es la medida adecuada. Teniendo en cuenta la enorme capacidad de innovación, para bien y para mal, del sector financiero, es necesario que, más allá de los requerimientos particulares de capital para distintos tipos de riesgo, se establezca un nivel general mínimo (un apalancamiento máximo), que incluya los distintos tipos de activos. Ese nivel mínimo debe ser superior al de los últimos años, aunque su cumplimiento debe de ser gradual, de manera de evitar un estrés adicional en el sistema en estas circunstancias¹¹.

Tal como se menciona en el punto precedente, este nivel debiera ser ajustado durante el ciclo. Desde ya es necesario aumentar el segmento 1 (Tier 1) bajo la forma de acciones comunes y ganancias retenidas.

Respecto a los requisitos de liquidez debiera haber una relación entre el plazo de los pasivos y de los activos, de manera que cuando mayor sea el plazo de los activos respecto al vencimiento de los pasivos, mayores los requerimientos de liquidez. Además, dado que la volatilidad de los mercados de capitales es mayor que

la de los depósitos, los requerimientos de liquidez debieran ser mayores, para los mismos plazos, cuando mayor sea el pasivo colocado en el mercado de capitales¹².

Sin embargo, si bien estos principios deben guiar la regulación de la liquidez de las entidades, se debe ser cuidadoso en cuanto a cómo se utilizan. Hay dos razones para ello. En términos generales porque la transformación de plazos debe ser una de las tareas del sistema financiero; en particular, porque en los países en desarrollo los plazos de los pasivos son menores que en los países desarrollados, al extremo que una regla que prevea un calce perfecto de los plazos reduce los riesgos de liquidez pero a costa de un sector productivo sin financiamiento de largo plazo.

Por otra parte, en una situación de riesgo sistémico, por más que los activos sean de corto plazo, es difícil cobrarlos sin producir una restricción del crédito que puede llevar a una crisis de solvencia. Una alternativa es que las entidades mantengan en cartera pasivos del sector público como la manera de hacerse de liquidez en el corto plazo, pero esta alternativa es sólo válida para los pasivos del sector público de los países desarrollados. Los pasivos del sector público de los países en desarrollo no son adecuados para este fin, ya que en estos países las crisis suelen producir un aumento del costo del financiamiento del sector público, una tendencia que la liquidación de los bonos gubernamentales agravaría.

Además, no tener flexibilidad en el descalce entre plazos genera, por razones obvias, un aumento del financiamiento externo que lleva a riesgos sistémicos bien conocidos. Por otra parte, las empresas que tienen acceso a los mercados internacionales, son empresas grandes, con lo que se amplifica la dualidad del sistema financiero en relación al tamaño de las empresas.

En el caso de los países en desarrollo, posiblemente más importante que el descalce de plazos es el descalce de monedas. En el contexto de tipos de cambio flexibles las fuertes variaciones en el valor de la moneda aumentan los riesgos de insolvencia durante un período de incertidumbre, al mismo tiempo que incentivan la toma de préstamos en moneda extranjera durante el auge, es decir durante períodos de apreciación de la moneda local. La idea de descalce entre monedas debe ir más allá de analizar la moneda en la que está expresado el activo y el pasivo, ya que dar créditos en moneda extranjera –“calzados” con un préstamo externo- a una empresa cuyos ingresos dependen de la venta de bienes o servicios no comercializables genera similares riesgos de insolvencia al del descalce de monedas.

Como fue mencionado, el restringir el descalce de monedas en el sistema financiero resuelve solamente parte del problema, ya que ello no inhibe a las grandes empresas de endeudarse en el exterior, independientemente de las características de los bienes o

servicios que produzcan. Por lo tanto, sería conveniente que la normativa bancaria sea acompañada de regulaciones para el endeudamiento de las empresas en el exterior, en particular en relación con los plazos de las operaciones.

En síntesis, aumentar los requerimientos de liquidez y de capital es necesario, pero se debe ser conciente de su impacto en el costo del crédito. Entre ambos requerimientos, aunque no son sustitutos, es más importante incrementar el riesgo de los accionistas vía mayores exigencias de capital que incrementar la liquidez de las entidades.

Además de lo arriba mencionado, la otra característica de los requerimientos de liquidez, es que los bancos centrales debieran actuar como prestamistas de última instancia, es decir generar un seguro más barato que el autoseguro de las entidades. Difícilmente pueda argumentarse lo mismo para los requerimientos de capital. Desde ya que ello aumenta el riesgo de los bancos centrales, en especial en el caso en que las dificultades de liquidez escondan problemas de solvencia. Sin embargo, como siempre pasa en economía, deben evaluarse las diferentes alternativas considerando los costos previsibles de distintos requerimientos de liquidez.

Una vez más y como fuera señalado, ello no significa que no haya que distinguir entre entidades dependiendo del matching entre

activos y pasivos. Significa evitar posiciones extremas, como las regulaciones de liquidez implementadas en Argentina durante la década de los noventa, que terminaron generando dificultades para el financiamiento del sector productivo y estimularon la entrada de capitales.

El tamaño de las entidades y el riesgo sistémico. El “demasiado grande para quebrar” ha sido una regla que se ha mantenido durante esta crisis, con la excepción de Lehman Brothers. Las consecuencias de tratar de ignorar esta regla hace innecesario argumentar a favor de mantener este principio en situaciones de crisis. Sin embargo, no puede desconocerse que ello tiende a alentar el excesivo riesgo de estas entidades, como también fomenta fusiones que van más allá de lo razonable desde un criterio de eficiencia y con el solo objetivo de “ser suficientemente grande”.

Ante esta realidad hay dos orientaciones de políticas. Una se vincula con los mecanismos de resolución de las crisis, los que son tratados más abajo, pero que requieren un principio básico: en caso de crisis evitar el salvataje de los accionistas; la segunda, es que es necesario incrementar los requerimientos de capital, a partir de cierto nivel, a medida que aumenta el tamaño de una entidad financiera, obviamente cuidando de que no haya créditos entre entidades con iguales accionistas. Encontrar el nivel a partir del cual se exige más capital no es sencillo y requeriría estudios

específicos. En caso de entidades que en la actualidad tengan un tamaño superior a ese nivel, debiera darse un período de tiempo para ajustarse a la nueva situación.

Se podría argumentar que hay una situación en la que la concentración pareciera ser un tema menor en comparación con la crisis sistémica, y es cuando se “solicita” a una entidad que se haga cargo de otra en problemas, un método usado ampliamente en esta crisis, pero también en varias otras. La respuesta no es sencilla, pero pareciera que cuando la entidad en dificultades sea de gran tamaño, es más conveniente intervenirla, manejarla durante un tiempo, dividirla en entidades más pequeñas y luego venderla.

La relación entre préstamos y riesgo. Es imprescindible que la entidad que ha otorgado el crédito vea afectada su utilidad por el recupero del mismo. Las razones son dos, la primera de las cuales se vincula con la información asimétrica: nadie mejor que la entidad financiera que otorga el crédito para conocer las debilidades del deudor; ésa ha sido tradicionalmente la esencia del negocio bancario. Por lo tanto, difícilmente los compradores del crédito tengan la misma capacidad que la entidad originante para evaluar correctamente el riesgo. La segunda, está vinculada a algo tan obvio como es que la precaución para otorgar un crédito es menor cuando menor sea el riesgo. Como consecuencia de ello, si se decide “vender” los créditos mediante la emisión de bonos en el

mercado de capitales, debe ser obligatorio que parte del riesgo permanezca con el prestamista original; la proporción podría ser menor en la medida en que la deuda que quede en manos del emisor original esté subordinada al recupero de los créditos que garantizan el bono.

La transparencia. Como fue mencionado precedentemente, la opacidad ha sido una de las características más acentuadas de esta crisis financiera. Restablecer la confianza y la operación de los mercados requiere, hoy más que nunca, aumentar la transparencia del sistema. Hay al menos tres áreas donde la mayor transparencia aparece como crucial. La primera se refiere a las operaciones que pueden ser contabilizadas fuera del balance de las entidades financieras. Teniendo en cuenta la reciente experiencia debiera reducirse drásticamente estas operaciones y en ningún caso debieran ser capaces de afectar la solvencia de la entidad o, lo que es equivalente, a las empresas fuera del balance que reciban los activos se le deberá aplicar el mismo criterio de valuación que se hubiese aplicado si esos activos hubiesen permanecido en manos de los bancos que originaron la operación. A este fin la decisión de eliminar las regulaciones de Basilea que generaban incentivos para realizar operaciones fuera del balance es un paso en la dirección correcta (BIS, 2009).

En segundo lugar, con el objetivo de restablecer la transparencia en el

mercado de capitales, los instrumentos financieros que se negocien deben ser más fáciles de evaluar. Ello requiere que se detallen los riesgos de la operación en función de la calidad de la cartera que se intenta colocar en el mercado. Operaciones muy sofisticadas, por ejemplo los "paquetes" que sean resultados de "paquetes" previos y en los cuales es difícil evaluar el riesgo deben ser prohibidas o sólo autorizada su venta a inversores sofisticados.

Finalmente, la mayoría de las operaciones de derivados, que alcanzaron un valor de alrededor de 500 billones de dólares, se realizaban over the counter sin registro y sin que hubiera una institución que actuara como clearing del proceso. Es indispensable mantener un registro ordenado de todas las operaciones y una institución que se haga cargo de asegurar que los márgenes de las operaciones estén disponibles.

Debe quedar claro que la transparencia no es sustituta de la regulación. Aún con transparencia seguirá habiendo información asimétrica y externalidades, y por ello será necesario regular¹³.

Las agencias de riesgo. Uno de los problemas con las agencias de riesgo es que al tiempo que calificaban a las entidades o a sus productos recibían el pago de las mismas entidades. Eran por lo tanto juez y parte y, a la luz de los resultados, pareciera que más parte que juez. Lo óptimo sería, entonces, que las agencias no reciban pagos de las entidades a ser

evaluadas, ya sea directamente o vía los instrumentos que emitan. Una manera de hacerlo es que haya un fee que sea automático (bien público) a pagar por los inversores y que la selección de la calificadora no sea realizada por la empresa a evaluar (¿sorteo entre un grupo de empresas seleccionado?).

Complementariamente, estas agencias deberían ser evaluadas por un grupo de profesionales designados a tal efecto y sancionadas cuando se advierta que no han cumplido adecuadamente su tarea.

La retribución a los ejecutivos de las entidades financieras. Los incentivos perversos vinculados con la retribución de los ejecutivos asociadas a las ganancias de corto plazo son evidentes. Se trata de adoptar medidas que relacionen los premios a los beneficios de mediano plazo, lo que implica abonar esos premios en acciones y establecer un plazo mínimo de años para su venta en el mercado. Desde ya esos "bonos" no debieran estar garantizados, sino que debieran depender de la rentabilidad de la institución financiera.

Además, debiera quedar claro que los directivos son responsables, penal y económicamente por operaciones que puedan ser catalogadas como fraude o incumplimiento de las normas y que hayan sido autorizadas por la dirección. Así, los incentivos jugarán en uno y otro sentido, de manera que no haya un sesgo hacia actividades riesgosas.

Resolución de crisis. En muchos países la alternativa en caso de dificultades con una entidad parece ser o su liquidación (Lehman Brothers) o su venta a otra institución, un proceso difícil y que requiere "convencer" a los compradores, pero muy especialmente a los vendedores. Por lo tanto, se requiere un ordenamiento legal que permita intervenir a una entidad financiera desplazando a sus autoridades y sin ningún tipo de pago a los accionistas. Este fue un procedimiento utilizado por España en la crisis financiera de los setenta y en varios países latinoamericanos en varias crisis.

La intervención debiera permitir pagar a los acreedores, total o parcialmente, de acuerdo a los montos que la nueva legislación establezca, que por cierto pueden ser distintos a los criterios establecidos por el fondo de garantía de los depósitos y que pueden incluir otros pasivos. De esa manera habrá la opción de la liquidación, en cuyo caso el único pago será el vinculado a la garantía de los depósitos, y la de la intervención, que puede resultar en mayores pagos, dado los riesgos sistémicos que habría en caso de que sólo se pague a los acreedores cubiertos por la garantía de los depósitos. En la medida en que las autoridades perciban que en circunstancias especiales puede haber mayores riesgos sistémicos, debieran tener la atribución de aumentar esos montos.

De esa manera, se reduce el riesgo moral de los inversores, y lo que es tan importante como ello, permite buscar con un poco más de tiempo una solución a través de la venta total o parcial de la entidad en dificultades a otras instituciones del sistema. Con el objeto de reducir aún más el riesgo moral, y como se menciona en el punto precedente, a ello debiera agregársele una responsabilidad económica y hasta penal de los principales directivos en caso de descubrirse operaciones no autorizadas por la legislación.

Mejores regulaciones no significa eliminar el "apetito" por el riesgo.

Reducir algunos despropósitos que han caracterizado esta crisis no debe confundirse con el intento de limitar severamente la toma de riesgos. Ello no sólo reduciría la capacidad de financiamiento a los sectores productivos, sino que sería un factor que podría generar racionamiento del crédito y de la inversión extranjera directa en los países en desarrollo.

Evitar la tentación de creer que la solución es "narrow banking".

Como ha sido habitual a lo largo de la historia, con las crisis suelen surgir voces que proponen un sistema financiero dual. No es de extrañar entonces que la propuesta de narrow banking haya nacido después de la crisis del treinta de parte de unos profesores del departamento economía de la Universidad de Chicago (Irving Fisher, Henry Simon y otros)¹⁴.

La propuesta consiste en que los bancos que reciben depósitos y que sostienen el sistema de pagos, debieran mantener solamente activos de muy bajo riesgo. De esa manera se garantiza el funcionamiento del sistema de pagos de una manera ordenada y sin riesgos. Asimismo, dada la baja probabilidad de una crisis en este segmento del sistema financiero, el sector público tendría escaso riesgo de tener que aportar recursos para la estabilidad del sistema. Conjuntamente con estos bancos operarían otras entidades financieras sin garantía, implícita o explícita, que harían operaciones más riesgosas. En este mercado las entidades financieras actuarían como otras empresas y, por lo tanto, sujetas a la ley de quiebra.

Los problemas con esta propuesta son de distinto tipo. El más relevante es que si algo ha caracterizado esta crisis es que la misma afectó inicialmente a las entidades que no son parte del sistema de pagos (bancos de inversión y compañías de seguro) y sin embargo fue necesario intervenir para evitar una crisis sistémica. Se podría argumentar acertadamente que la interdependencia entre las distintas instituciones financieras era tal que la caída de otras entidades terminaría por afectar a los tradicionales "bancos de depósitos". Si ese fuera el caso, en el futuro se podría evitar esta interdependencia entre ambos tipos de entidades. Sin duda ello es una posibilidad, pero aún en ese caso, ¿quién estaría dispuesto a soportar una crisis sistémica fuera del sistema de pagos, pero que podría

terminar con un colapso del aparato productivo, ya que todo el crédito para inversión y para capital de trabajo se canalizaría por ese mercado?

La propuesta de ir un paso más allá y convertir a toda esta parte del sistema financiero en fondos mutuales en los que el intermediario no pondría en juego su capital, es intentar eliminar la esencia de cualquier sistema financiero, entre las que esta evaluar el riesgo del prestatario, reducir el riesgo del depositante a través de un conjunto amplio de inversiones y reducir los costos de transacción¹⁵. A nuestro entender, la elección entre las distintas alternativas de esta propuesta, sería elegir entre precipitar crisis relativamente permanentes que no afectarían el sistema de pagos, "excepto" por la solvencia de los que deben realizar los pagos, o renunciar a tener una razonable intermediación financiera, en términos de volumen y costo del crédito.

En todo caso, la propuesta debiera ser justamente la contraria. Lo que se requiere es mejorar la regulación y la supervisión sobre la parte del sistema financiero donde ésta ha estado ausente, como por ejemplo los hedge funds, los seguros de crédito y los derivados. Las deficiencias de la regulación no desaparecen eliminando la regulación.

c. Respetto de los bancos centrales

Uno de los interrogantes a la luz de esta crisis es si los bancos centrales deberían ocuparse, además de la tasa de inflación y, a nuestro entender, del nivel de actividad económica, de las burbujas en el precio de los activos. Dado el impacto que ello puede tener sobre el sistema financiero y sobre la evolución macroeconómica general, sin duda el precio de los activos debe ser una preocupación de los bancos centrales, aunque como se ha dicho en repetidas oportunidades no siempre es evidente que se pueda determinar si se está en presencia de una burbuja en el precio de algún activo. Sin embargo, aceptando que en algunos casos puede haber zonas grises, en muchos otros, como las burbujas inmobiliarias en varios países durante la última crisis, no hay márgenes para dudas.

Ahora bien, la pregunta es cuál es el instrumento a utilizar. Como hemos sostenido en otra oportunidad (Machinea 2009) difícilmente se pueda pedir a un solo instrumento, como es la tasa de interés, que además de ocuparse de la inflación, del nivel de actividad económica y, en algunas circunstancias, del tipo de cambio, también sea utilizada para eliminar las burbujas en el mercado de activos¹⁶. Lo que se requiere para atender el precio de los activos son las políticas contracíclicas a que hemos hecho referencia en relación con la expansión del crédito. Como se mencionó, a las reglas establecidas con este objetivo, se pueden agregar,

ocasionalmente, medidas discrecionales dirigidas a reducir la expansión del crédito en ciertos mercados.

3 - LAS INSTITUCIONES INTERNACIONALES VINCULADAS A LA REGULACIÓN FINANCIERA

Considerando la creciente característica global de las operaciones y de muchas de las entidades financieras, sería conveniente que las regulaciones e inclusive la supervisión sea global. Las ventajas son obvias. Normas similares evitarían la competencia sobre la base de "menores exigencias"; coordinación en la supervisión evitaría la competencia en base a la "flexibilidad" de las regulaciones, como parece haber sido el caso en los últimos años.

Este criterio se debiera aplicar al conjunto de las exigencias sobre capital y liquidez, pero también sobre los mecanismos diseñados para casos de crisis o, al menos, de quiebra de algunas entidades, como es el monto máximo y otras características del fondo de garantía de depósitos. El aumento acelerado y no coordinado del monto de las garantías entre los países europeos durante la última crisis para atraer depositantes a costa de los vecinos, es un claro ejemplo de falta de coordinación y de ausencia de una sana competencia.

Sin embargo, la creación de una Organización Financiera Internacional, como la que sugiere Eichengreen

(2009) parece un punto de partida poco realista, ya que va a ser muy difícil que algunos países desarrollados acepten normas internacionales vinculadas con sus entidades financieras¹⁷. Al respecto, basta con mirar la escasa coordinación durante esta crisis de las medidas en el ámbito financiero tomadas por los países de la Unión Europea, el mejor ejemplo de integración y coordinación en el ámbito global.

Por lo tanto, mientras se insiste en la necesidad de moverse hacia instituciones globales, es necesario proponer alternativas que tomen en cuenta esta realidad política. Un segundo mejor sería acordar normas globales, aunque los países sean los responsables de implementarlas y supervisarlas. Se podría argumentar que eso es lo que ha venido haciendo, en cierta medida, el Foro de Estabilidad Financiera durante los últimos años. Si bien ello es parcialmente cierto, la diferencia estaría dada por las características de algunas de las normas y por el compromiso de que el Foro, o la nueva autoridad en la materia, haga público qué países están o no cumpliendo con la norma y emita una advertencia a los ahorristas en general. El Fondo Monetario Internacional (FMI) debiera tomar en cuenta estas advertencias en sus recomendaciones a los países. Más aún, las entidades financieras de los países que no cumplen las normas no serán, o alternativamente no tienen que ser, aceptadas en otros países. Otra diferencia con el pasado debe ser

que los países en desarrollo deben tener un papel más importante en este foro, ya que las regulaciones no pueden ser idénticas para países con niveles de volatilidad macro, profundización e inestabilidad financiera distinta (Fanelli, 2008). Un vez que se haya probado un esquema de este tipo por varios años, posiblemente sea el momento de pensar en una autoridad de regulación y supervisión global.

De forma complementaria sería razonable que los países que participan de acuerdos de integración avancen más allá de esta propuesta. El caso obvio es el de la Unión Europea, donde resulta difícil de entender la existencia de distintas regulaciones prudenciales, distintas características de los sistemas de garantías de depósitos y distintos mecanismos de resolución de crisis. Pero la recomendación debiera extenderse a los acuerdos de integración en los distintos continentes. De esa manera se iría avanzando con regulaciones similares por bloque de países¹⁸.

Un último comentario. Las regulaciones pueden, y en muchos casos deben, ser distintas en algunos aspectos dependiendo del desarrollo de los mercados financieros y de capitales, pero esas diferencias debieran acordarse en un foro multilateral.

4. EN BUSCA DE UN PRESTAMISTA INTERNACIONAL DE ÚLTIMA INSTANCIA

Las instituciones de Bretón Woods han fallado en alertar sobre los riesgos de la situación previa a la crisis. En gran medida ello ha sido consecuencia de una visión excesivamente sesgada a favor de la desregulación de los mercados, a lo que debe agregársele una asimétrica capacidad de supervisión: considerable en relación con los países en desarrollo y nula respecto a los países desarrollados¹⁹. En particular, la incapacidad del FMI para alertar sobre los problemas vinculados a los desequilibrios globales y a los problemas de los sistemas financieros ha sido notable²⁰. Asimismo, en cuanto a su capacidad para financiar países con problemas de balanza de pagos, los recursos del FMI han disminuido drásticamente. En efecto, sin considerar los nuevos aportes acordados en la reunión del G20 de Londres, el tamaño del FMI se ha reducido desde 1983 (cuando su capital relativo ya era menor que en su origen) a la mitad en relación al PIB mundial, a la cuarta parte si se lo compara con el comercio y a la sexta parte en comparación a las reservas internacionales (IMF, 2007)²¹.

Afortunadamente, la actitud del FMI ante la crisis ha sido mucho mejor que la habitual en estas circunstancias. Ha actuado con mayor rapidez, con mucha menor condicionalidad y ha puesto en marcha una facilidad (Flexible Credit Line) con "condicionalidad previa", es

decir basada en la solidez de las políticas económicas previas a la crisis²². Asimismo, el G20 ha tomado la iniciativa en su reunión en Londres en aumentar los recursos del Fondo en 500 mil millones de dólares a través de distintos mecanismos (G20, 2009).

Hay tres temas que parecen de especial relevancia para un nuevo ordenamiento financiero global: financiamiento para los países en desarrollo en situaciones de dificultades de acceso a los mercados internacionales; alerta sobre los desequilibrios macroeconómicos y una nueva moneda de reserva.

Financiamiento a los países en desarrollo. Las crisis asiática y rusa en 1997-98 han generado tres reacciones de los países en desarrollo: aumento de las reservas internacionales, creación de fondos asociados al precio de las commodities de exportación y aumento de la cooperación financiera regional. La acumulación de reservas internacionales pasaron de representar 5.6% del producto mundial en 1997 a 11.7% en 2007; la consecuente acumulación anual alcanzó los 777 mil millones por año, o sea el 1,5% del producto mundial (United Nations, 2009, capítulo 5). En varios países se crearon fondos donde se ahorraron parte de los ingresos vinculados a los productos de exportación²³. Finalmente, se crearon o profundizaron algunos acuerdos de financiamiento regional para los casos de crisis. El caso más conocido, pero no el único, fue el la iniciativa Chang Mai en el año 2000 en Asia²⁴.

¿Que nos están diciendo estos cambios en las políticas de los países en desarrollo? Básicamente que después de la crisis asiática los países en desarrollo no quisieron depender del FMI dado sus exigencias, en algunos casos absurdas, en esa crisis. La respuesta fue entonces el autoaseguramiento (reservas internacionales y fondos de reserva asociados al precio de los bienes de exportación) y una mayor importancia de las redes regionales. Esa política es la que evitó, al menos parcialmente, que los países en desarrollo tuvieran que seguir, en la actual crisis, una política fiscal procíclica.

Si bien los acuerdos regionales son importantes como complemento del financiamiento internacional, no debieran ser imaginados como sustitutos, salvo por la ausencia de un prestamista de última instancia en caso de crisis. Por otra parte, si bien los fondos tendientes a ahorrar los ingresos extraordinarios en épocas de altos precios de exportación es una método que es esencial para las políticas contracíclicas, lo que tiene escasa lógica y por cierto ninguna equidad, es que los países en desarrollo se dediquen a acumular reservas internacionales financiando a muy bajo costo los déficit público y de la cuenta corriente de Estados Unidos. Por cierto éste no es el único motivo para la acumulación de reservas, ya que en muchos casos esa acumulación responde a los intentos de evitar apreciaciones excesivas de las monedas, ya sea por los fuertes superávit en cuenta corriente como por la entrada de capitales.

Reducir el autofinanciamiento mediante la acumulación de reservas, algo que es funcional a reducir los desequilibrios globales, requiere un FMI que tenga dos características centrales: recursos y confiabilidad por parte de los países en desarrollo de que el financiamiento estará disponibles sin condicionalidad si los países han tenido un comportamiento razonable en el período previo a la crisis.

Nueva moneda de reserva. Los problemas que ocasiona tener una moneda nacional que se utilice como moneda para las transacciones internacionales ha sido un tema recurrente en la literatura desde los trabajos iniciales de Triffin (1961 y 1968). Los inconvenientes son de distinto tipo, siendo el más relevante que la liquidez internacional, y por ende la inflación y el nivel de actividad económica, dependen de la política monetaria del país cuya moneda se usa para las transacciones internacionales, o sea, desde hace décadas, Estados Unidos²⁵. La solución no es, por cierto, agregar más monedas de reserva, por ejemplo el euro, porque lo que se estaría haciendo en ese caso es continuar con el mismo problema, pero ahora extendido a la políticas monetaria de Europa.

Se trata, por lo tanto, de remplazar las monedas nacionales por una moneda internacional que responda a la demanda de reservas internacionales del conjunto de los países. Los derechos especiales de giro, que fueron creados en los

sesenta, parecen una adecuada alternativa a tal efecto y el acuerdo del G-20 para emitir, por primera vez en veinticinco años, 250 mil millones de dólares denominados en DEG es un paso en la dirección correcta. Sin embargo, las dificultades no son menores, empezando por su aceptación por los países desarrollados y siguiendo por su utilización como moneda de reserva por todos los países.

Por otra parte, para que los DEG tengan suficiente liquidez, alguien, y el candidato más evidente es el FMI, debiera estimular la creación de un mercado con suficiente liquidez. Además, más allá de la racionalidad de una solución de este tipo, comienza a haber una creciente desconfianza respecto a que el dólar pueda mantener su valor, incertidumbre que se ha visto potenciada en la actual crisis. Si bien esta desconfianza parece absolutamente exagerada²⁶, el riesgo es que los países comiencen a colocar sus reservas de una manera desordenada en otras monedas o activos en general, lo que podría provocar una situación de alta incertidumbre con efectos claramente negativos sobre el nivel de actividad global.

Los desequilibrios globales. Durante las últimas décadas los desequilibrios de balanza de pagos han sido una fuente de incertidumbre respecto al funcionamiento de la economía mundial. Hubo una época que esos desequilibrios eran discutidos entre los países desarrollados dado el

escaso peso relativo de los países en desarrollo en la economía mundial. Los acuerdos del Plaza y del Louvre fueron la manera en que Estados Unidos por un lado y Japón y Alemania por el otro resolvieron disminuir esos desequilibrios durante la década de los ochenta²⁷. La situación actual es bastante diferente, a pesar de que Alemania y Japón son el segundo y tercer país con mayor superavit de cuenta corriente.

Ahora el principal país superavitario es China, y hay varios países en desarrollo que, de la mano del aumento en el precio de las materias primas, han acumulado grandes superávits. Por lo tanto, una solución bilateral es cada vez más compleja. Se necesita un organismo que supervise las situaciones de desequilibrio en cuenta corriente y que tenga la autoridad suficiente para que los países respondan a sus sugerencias de cómo disminuir esos desequilibrios, que por cierto deben incluir a todos, los superavitarios y deficitarios "estructurales". El FMI es el que está en mejores condiciones de cumplir esa función, algo que ha comenzado a hacer con mayor énfasis desde 2006, pero con escasa influencia en el mundo desarrollado²⁸. Desde ya que ello debe ir de la mano de un cambio más profundo que los acuerdos que se han conocido en las últimas semanas respecto de los órganos de dirección del FMI: es hora de que se reconozca de manera contundente la cada vez mayor importancia de los países en desarrollo.

5. REFLEXIONES FINALES

Hemos pasado revista a los principales desafíos que enfrenta la economía mundial en lo que respecta a su gobernabilidad financiera. Las reformas que se sugieren están en línea con lo que varios informes de organismos internacionales o de grupos de expertos han comenzado a sugerir en los últimos meses. Por otra parte, algunas de estas sugerencias ya se escucharon en ocasión de la crisis de 1997-98. Sin embargo, pareciera que algunas de las reformas están llevando mucho tiempo y se escucha a algunos directivos de bancos hacer declaraciones que ignoran la ayuda que recibieron con la crisis. ¿Tendrán otra vez la capacidad de demorar las reformas que seguramente disminuirán sus rentabilidades en los próximos años pero que permitirían un mundo más estable y posiblemente algo menos inequitativo?

Hace unos meses hubiese dicho que no, pero al ver la falta de avances en las reformas, juntamente con mercados y declaraciones más optimistas, comienzo a tener la impresión de que estamos en un presencia de una situación similar a la de 1997-98, donde la crisis pasó rápidamente y las reformas fueron olvidadas en poco tiempo. No sólo sería una oportunidad perdida para dar pasos en dirección de un mundo más estable y equitativo, sino también una injusticia para quienes finalmente tendrán que pagar la factura de los excesos en el mercado

financiero, que no son otros que los contribuyentes.

Asimismo, a lo largo de este artículo hemos visto que no alcanza con las reformas de los sistemas financieros nacionales; la interconexión de los sistemas financieros exige avances de coordinación como el mundo no ha visto durante décadas. Es necesario que en este ámbito, como en otros, se comiencen a construir las necesarias instituciones que ayuden a mejorar la gobernabilidad de la globalización.

Seguramente algunos de los cambios deberán a ser graduales, pero es necesario dar ciertos pasos concretos en el corto plazo, tales como acordar en el ámbito global las reformas de los sistemas financieros nacionales y comenzar a ejecutarlas, ser capaz de señalar aquellos países que están incumpliendo lo acordado y generar

una presión para que se alineen con las nuevas normas y potenciar al Fondo Monetario Internacional en su papel de supervisor de los desequilibrios globales y prestamista de última instancia para los países emergentes.

Un comentario final. La coordinación global requiere de la participación de todos los actores: países desarrollados y países en desarrollo. Sin los primeros es imposible que haya reformas relevantes en el manejo de los sistemas financieros nacionales, ni habrá coordinación de políticas a nivel global. Sin los segundos, no sólo los acuerdos perderán legitimidad política y crecientemente económica, sino que, además, no tomarían en cuenta las particularidades del mundo en desarrollo, con su impacto negativo sobre el crecimiento y la equidad

NOTAS AL FINAL:

¹ Europa Central y del Este con una menor historia de crisis cometió los errores que durante los ochenta y los noventa fueron propiedad de varios países latinoamericanos y de algunos asiáticos: excesiva entrada de capitales con los consiguientes altos déficit en cuenta corriente y apreciación cambiaria y préstamos en moneda extranjera para actividades de bienes no comercializables.

² Las agencias de riesgo que deberían haber cumplido ese papel de manera de reducir los “costos de transacción” fueron más bien funcionales a las entidades financieras y a la opacidad del sistema.

³ Este costo puede medirse por la menor intermediación del sistema financiero ante una retirada de depósitos, la incertidumbre que ello generaría en el conjunto de la economía y los costos asociados a la eventual quiebra de otras entidades, por ejemplo por el esquema de garantía de depósitos.

⁴ Galbraith (1967) nos alertaba de esta realidad del capitalismo hace más de cuatro décadas.

⁵ La literatura de los últimos meses muestra que las propuestas sobre las reformas son abundantes. Véase por ejemplo The High Level Group on Financial Supervision “de Larosiere Group” (2009), Financial Stability Forum (2009a y 2009b), Bank for International Settlements (2008 y 2009) y United Nations (2009).

⁶ Argentina es un caso paradigmático. El Banco Mundial calificó en 1999 al sistema financiero argentino como el segundo, después del de Singapur, menos vulnerable del mundo. Dos años más tarde el sistema financiero había colapsado en medio de una gran crisis económica.

⁷ Véase, José Antonio Ocampo (2003) y Claudio Borio (2009).

⁸ Innovaciones es una manera elegante de denominar a las que, en muchos casos, son simples mecanismos para eludir el cumplimiento de las normas.

⁹ La alternativa son variaciones procíclicas de las previsiones, que demandan más capital durante el auge y menos durante las contracciones.

¹⁰ Para una discusión detallada de ésta y otras alternativas véase, Claudio Borio (2009).

¹¹ El tiempo permitido para la convergencia debería ser más breve si las entidades distribuyen utilidades.

¹² La mayor volatilidad se explica en parte por mayor información y en parte porque gran parte de los depósitos están garantizados.

¹³ Para una visión donde la transparencia pareciera sustituta de la regulación, véase Caprio (2009).

¹⁴ Para una propuesta en esta línea a la luz de la presente crisis, véase John Kay (2009) y De Grauwe (2008).

¹⁵ Para esta propuesta véase C. Chamley and Laurence Kotlikoff (2009).

¹⁶ Una política como la de la Reserva Federa que vela por el nivel de actividad económica y la inflación es posible, claro que para ello se requiere un alto nivel de reputación. Aún más, creemos que en los países en desarrollo, también debe ser preocupación de los bancos centrales el nivel de tipo de cambio, aunque los instrumentos para este objetivo no tienen por qué ser necesariamente las tasas de interés.

¹⁷ Aunque es justo reconocer que Eichengren reconoce esas limitaciones, pero supone que este nuevo organismo podría tener un funcionamiento similar a la Organización Mundial de Comercio.

¹⁸ Véase el capítulo 4 del High Level Group on Financial Supervisión in the EU (2009).

¹⁹ La capacidad de influir en los países en desarrollo había disminuido considerablemente en los años previos a la crisis como resultado de la "bonanza global" durante ese período.

²⁰ Algo similar cabe decir de la posición del Banco Mundial respecto al sistema financiero, que durante años insistió en mayor desregulación y la eliminación de las restricciones al movimiento de capitales.

²¹ En 1983, la capitalización del FMI equivalía a 1,2% del PIB, 6,7% del comercio y 27% de las reservas, mientras que esos porcentajes cayeron en 2009 a 0,6%, 1,7% y 4,5%, respectivamente.

²² Véase IMF (2009b) para las medidas anunciadas en marzo del corriente año tendientes a facilitar los préstamos a los países en desarrollo.

²³ Aunque en algunos casos los compromisos de ahorro no se cumplieron porque en el período de aumento en el precio de los productos de exportación la ley fue modificada total o parcialmente, para dar margen a un mayor gasto público.

²⁴ Véase también un análisis respecto a la posibilidad de ampliar el funcionamiento del Fondo Latinoamericano de Reservas en J.L. Machinea y D. Titelman (2007).

²⁵ Véase, para una discusión actual, United Nations (2009) y Ocampo (2009).

²⁶ Véase al respecto Martin Wolf (2009).

²⁷ El resultado del acuerdo fue una devaluación del dólar de más del 40% en dos años y un aumento de la absorción por los dos principales países superavitarios, Alemania y Japón.

²⁸ Ese arreglo podría ir acompañado de la creación de un Comité Internacional que analice la evolución de la economía mundial y sugiera distintos cursos (United Nations, 2009).

BIBLIOGRAFÍA:

- Bank for International Settlements (2009), *79th Annual Report*, Basilea, Junio.
- _____ (2008), *78th Annual Report*, Basilea, Junio.
- Borio, Claudio (2009), "Implementación del enfoque macroprudencial en la regulación y la supervisión bancaria" en José A. Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steimberg (Eds.), *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, Empresa Global, Madrid.
- Borio, Claudio and M. Drehmann (2008), "Towards an operational framework for financial stability 'fuzzy' measurement and its consequences", 12th Annual Conference of the Banco Central de Chile, *Financial stability, monetary policy and central banking*, Santiago, 6–7 November.
- Caprio, G. Jr. y Williams College (2009), "Financial Regulation in a Changing World: Lessons from the Recent Crisis", *Department of Economics Working Papers*, Williams College, Massachusetts, Septiembre.
- Chamley, C. and Laurence J. Kotlikoff (2009), "Putting an end to financial crises", *Financial Times*, January 27th.
- De Grauwe P. (2008), "Returning to narrow banking", en Barry Eichengreen y Richard Baldwin (Eds.), *What G20 leaders must do to stabilise our economy and fix the financial system*, EUVox.org Publication, Londres.
- Eichengreen, Barry (2009), "Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture", *International Monetary Fund, Working Paper (WP/09/116)*, Washington D.C., Mayo.
- Fanelli, J. M. (2008), "Macro volatility and financial institutions", en Fanelli, J. M. (Ed.), *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures, The Developing World Experience*, Palgrave Macmillan, Nueva York.
- Financial Stability Forum (2009a), *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, Abril.
- _____ (2009b), *Improving Financial Regulation*, Septiembre.
- Galbraith, J.K. (1967), *The New Industrial State*, Houghton Mifflin, Boston.
- G-20 (2009), London Summit, Leader Statement, 2 de abril.

- Goodhart, C. y A. Persaud (2008), "How to avoid the next crash", *Financial Times*, Nueva York, 30 de enero.
- High Level Group on Financial Supervisión in the EU (*de Larosiere Report --2009*), Bruselas, febrero.
- International Monetary Fund (2009a), *World Economic Outlook. Sustaining the Recovery*, Washington D.C, Octubre.
- _____ (2009b), *IMF implements major lending policy improvements*, IMF, Marzo 24th.
- _____ (2007), *Thirteenth General Review or Quotas. Assessing the Adequacy of Fund Resources*, IMF, November 27th.
- Kay, John (2009), *Narrow Banking: The Reform of Banking Regulation*, Centre for the Study of Financial Innovation, September 15th.
- Machinea, José Luis (2009), "Crisis financiera: orígenes, evolución y riesgos", *Documento de Trabajo N° 7 - Parte I*, Instituto de Estudios Latinoamericanos, Universidad de Alcalá.
- Machinea, J.L. y D. Titelman (2007), "¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales", *Revista de la CEPAL*, N° 91 (LC/G.2333-P), Santiago de Chile.
- Ocampo, Jose A. (2009), "Los derechos especiales de giro y el sistema mundial de reservas" en *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, en José A. Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steimberg (Eds.), Empresa Global, Madrid.
- _____ (2003), "Capital-account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries", *Informes y estudios especiales de la CEPAL*, serie 6, Santiago de Chile.
- Triffin, Robert (1968), *Our International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*, Random House, New York.
- Triffin Robert (1961), *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, New Haven, Yale University Press, Connecticut.
- United Nations (2009), "Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly", en *Reforms of the International*

Monetary and Financial System, United Nations, New York, September 21st.

Wolf, Martin (2009), "The rumors of the dollar's death are much exaggerated", *Financial Times*, October 13th.

AUTOR

José Luis Machinea

Licenciado en Economía por la Universidad Católica Argentina y Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota, Estados Unidos. Consultor de diversos organismos internacionales, fue presidente del Banco Central de la República Argentina y ministro de Economía de ese país. En 2003 fue nombrado secretario ejecutivo de la Comisión Económica para América latina y el Caribe (CEPAL), y actualmente es director de la Cátedra Raúl Prebisch del Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Alcalá.



**INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social**

Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares.
Madrid - Telf. (34)918855225 Fax (34)918855211
Email: iaes@iaes.es.
WEB: www.iaes.es



**Universidad
de Alcalá**

**INSTITUTO DE ESTUDIOS
LATINOAMERICANOS (IELAT)**

C/ Trinidad Nº 1, Edificio Colegio de Trinitarios,
28801 Alcalá de Henares.
Tel: (34) 91885 2573-2579-5275
Fax: (34) 91885 2579
Email: ielat@uah.es. WEB: www.ielat.es