

Riesgo y regulación en el mercado financiero internacional

Julio Sevares*

...Cuando un solo vehículo tiene un accidente en la curva de una carretera podrían extraerse algunas conclusiones sobre el conductor o su automóvil. Pero cuando en una misma curva se producen accidentes prácticamente todos los días, la conclusión es distinta: es probable que la causa sea la carretera. El hecho mismo de que un número tan grande de países haya sufrido esta crisis y haya necesitado importantes medidas oficiales de rescate permite pensar que hay algunas deficiencias sistémicas fundamentales...

Joseph Stiglitz (prólogo a Banco Mundial, 1998[b])

...Sin cierto grado de involucramiento oficial contra el riesgo sistémico, los participantes privados en el mercado pueden colectivamente carecer del interés o la habilidad para adoptar niveles óptimos de riesgo financiero...

FMI (1999[a]: 135)

...Nosotros todavía no entendemos completamente la dinámica del nuevo sistema...

Alan Greenspan (citado en FMI, 1999[a]: 146)

En las últimas tres décadas el aumento en la volatilidad de los capitales y la especulación han contribuido a incrementar el riesgo y la incertidumbre en el sistema financiero internacional y la vulnerabilidad externa de las economías de menor desarrollo. Entre los principales orígenes de este fenómeno se cuentan la fluctuación de los tipos de cambio, la liberalización de los movimientos de capital y de los sistemas financieros, los cambios en las instituciones y las formas de operación de los agentes del sistema. La transformación de las operatorias fue vehiculizada por el desarrollo de las tecnologías de información y procesamiento que facilitan los movimientos de capital.

Las nuevas condiciones del mercado financiero dieron lugar a una sucesión de crisis financieras en la periferia y en el centro del sistema que generan una creciente preocupación de gobiernos y organismos financieros. Como respuesta a esta si-

* Economista. Investigador del CENES, FCE, UBA. Periodista.

tuación, se han puesto en marcha algunos instrumentos de control y regulación, pero de alcance reducido con relación a la magnitud de los problemas planteados.

Más aún, los propios supervisores y reguladores internacionales reconocen que el sistema financiero evoluciona a un ritmo que les impide, incluso, comprender adecuadamente la magnitud de las operaciones que se realizan y de los riesgos que comportan. Por otra parte, el mundo financiero resiste, y con éxito, los proyectos de regulación capaces de reducir su capacidad de acción y de obtener beneficios.

De este modo se crea y se tolera un ambiente propicio para la crisis permanente, que tiene costos de dos tipos: *ex-ante*, el costo de la incertidumbre que incrementa los costos de financiamiento y estimula la adopción de medidas cautelares de carácter restrictivo, especialmente en los eslabones más débiles de la globalización. *Ex-post*, porque los países deben destinar recursos crecientes a los programas de rescate financiero y social.

La mayor parte de los flujos y de las operaciones involucra a los países centrales pero los capitales se dirigen también a las periferias cuando las condiciones son relativamente más atractivas, dando lugar a fuertes ingresos y salidas de capital. La abundancia de la oferta mejora las condiciones de financiamiento de la inversión pero también de burbujas especulativas. El reflujo desestabiliza a las monedas, a los sistemas financieros y productivos, y tiene fuertes costos sociales.

En este artículo, en una primera parte, se analizan algunas características del mercado, conductas de los operadores que generan riesgos sistémicos y razones de los déficits de regulación. En la segunda parte se consideran algunos impactos del mercado financiero internacional sobre las economías periféricas y la responsabilidad de los gobiernos locales en la generación de la vulnerabilidad y de la crisis.

Nuevas fuentes de liquidez y de especulación

En las últimas décadas aparecieron nuevos actores y nuevas situaciones en el mercado financiero internacional:

- Las instituciones bancarias se transformaron incurriendo en operaciones no tradicionales, y se desarrollaron nuevas instituciones de financiamiento de corto y largo plazo.
- Esto se reflejó en la aparición de nuevas formas de liquidez. Se redujo la participación de los préstamos bancarios tradicionales y aumentó el financiamiento a través de bonos. También se desarrollaron y crearon instrumentos financieros destinados a especular con los tipos de cambio, las tasas de interés o las cotizaciones de los bonos (derivados). Estas especulaciones se realizan no sólo con fondos propios sino también con créditos o comprometiendo sólo una parte del total de la operación involucrada, lo que permite ampliar su magnitud y su nivel de

riesgo. Una medida de las fuentes de liquidez la ofrece la OCDE (2000). Según ese organismo, en los nueve países más desarrollados los depósitos bancarios aumentaron del 54% del PBI en 1985 al 56% en 1997, mientras que los activos de los inversores institucionales pasaron del 73% al 145% del PBI. Dentro de este grupo las compañías de seguros y los fondos de pensión aumentaron al mismo paso mientras que las compañías de inversión crecieron más rápidamente.

- Como consecuencia de estas transformaciones, en primer lugar aumentó no sólo la masa de liquidez disponible sino también la velocidad de circulación del dinero internacional y la posibilidad de endeudamiento público y privado.
- En segundo lugar, el sistema se tornó más inestable, propenso a la crisis y amenazante para las economías menores abiertas. En estas condiciones, la propensión a la crisis se transformó en una característica inherente al sistema.
- Hufbauer y Wada (1999) contabilizan 64 crisis bancarias, 79 crisis cambiarias y 35 programas de ayuda del FMI entre 1970 y 1998; Kaminsky y Reinhart (1996) cuentan 25 crisis de balanza de pagos y 3 crisis bancarias entre 1970 y 1979, y 46 crisis de balanza de pagos y 22 bancarias entre 1980 y 1995. El promedio anual de crisis de balanza aumenta de 2,5 a 2,9 entre ambos períodos, y el de crisis bancarias de 0,3 a 1,4. El Council on Foreign Relations Task Force (1999) contabiliza que en los últimos veinte años más de 125 países experimentaron al menos una serie de graves problemas bancarios.

Las preocupaciones y las propuestas de reforma

La sucesión de crisis financieras, la caída de países considerados exitosos, como varios asiáticos, y finalmente la crisis de uno de los principales fondos de inversión de los Estados Unidos, extendió la preocupación por la estabilidad del sistema y por la calidad de las estrategias de los organismos financieros internacionales, en particular la del FMI.

Inclusive el FMI reconoce el peligro: "...Las tres líneas de defensa contra el riesgo sistémico –disciplina del mercado, supervisión prudencial y regulación y supervisión macro-prudencial– se demostraron inadecuadas para evitar el crecimiento de las vulnerabilidades durante los dos años precedentes (a la crisis asiática)..." (1999[a]: 118). A partir de la crisis asiática también fue puesta en cuestión, desde el centro académico y financiero, la estrategia de intervención del FMI.

El Banco Mundial (1998[b]) cuestionó las respuestas del FMI ante la crisis, sosteniendo que las políticas adoptadas inicialmente quizá no llegaron a reconocer con la debida rapidez los costos que implicaba el agravamiento de la inversión de la coyuntura en un momento en que los bancos y las empresas privadas se encontraban en una situación difícil, disminuía la demanda y el capital estaba abandonando aquellos países.

Los bancos, tomadores de riesgo

Los operadores especuladores y los mercados de bonos de corto plazo se convirtieron en los villanos del mundo financiero por sucesos como la especulación de Soros contra la libra esterlina en 1992, el precipitado retiro de tenedores de bonos en México en 1995 y los ataques especulativos contra monedas asiáticas en 1997. Pero los bancos, a pesar de las regulaciones a que están sujetos y a la imagen de mayor seriedad y aversión al riesgo que tratan de mostrar, también participan activamente en operaciones riesgosas. Por eso, Baily et al (2000) sostienen que en los países emergentes la volatilidad no se debe tanto a los *hedge funds* sino a los préstamos interbancarios de corto plazo. Antes de la crisis asiática, más del 55% de los préstamos externos de los bancos eran de corto plazo, con vencimientos menores a un año. Esas proporciones son mayores en los mercados emergentes. Por otra parte, los activos de los fondos de cobertura son mucho menores que los de otros actores financieros: reúnen 1 billón de dólares contra los 25 billones de los fondos de pensión y las compañías de seguro.

Los bancos comenzaron a incurrir en estrategias de préstamo más riesgosas y en operativas no tradicionales de mayor riesgo por varias razones. El aumento de la inflación en los países industriales en los años '70 redujo los rendimientos proporcionados por los depósitos bancarios que en los mercados de países centrales estaban sometidos a topes en las tasas de interés. Esto produjo un drenaje de recursos de los bancos y alimentó los mercados extrabancarios. Los bancos reaccionaron ofreciendo nuevas formas de depósitos y presionando por cambios en las regulaciones. A su vez, la liberalización del sistema financiero aumenta la competencia, reduciendo los beneficios actuales y los retornos esperados. Esto indujo a los bancos a hacer préstamos menos seguros pero más rentables y a buscar beneficios en operaciones no tradicionales (Hellmann et al, 2000).

La disposición a conquistar mercados emergentes aceptando riesgos elevados quedó de manifiesto en la generación del endeudamiento de los años '70, mayormente originado en créditos bancarios, buena parte de los cuales se concedieron sin tener en cuenta el deterioro en la solvencia de los prestatarios. Sostiene Mistry que "...la crisis de la deuda soberana de los '80 fue gatillada por el instinto de manada de los bancos comerciales globales, que compitieron para otorgar préstamos sindicados en volúmenes más grandes que la capacidad digestiva y la confiabilidad de los países en desarrollo podía absorber..." (1998: 87). En los '90 la mayor parte del financiamiento recibido por los países asiáticos que entraron en crisis en 1997 provino de bancos, en primer lugar, japoneses. A su vez, una porción también relevante de los fondos externos era tomada por bancos locales tanto privados como estatales¹.

La participación de los bancos en el financiamiento no puede medirse sólo por los préstamos tradicionales que realizan, ya que los bancos son habituales compradores de bonos colocados por gobiernos o empresas. En Brasil, el gobier-

no financió el desmesurado aumento del déficit fiscal que condujo a la crisis y la devaluación de 1999, colocando bonos a elevados intereses, que eran absorbidos por los bancos locales. En rigor, la irresponsabilidad fiscal del gobierno se convirtió en un excelente negocio para los bancos brasileños.

El aumento del riesgo en las operaciones bancarias es reconocido por el FMI: “...Los supervisores (de los sistemas financieros) comenzaron a monitorear a los grandes bancos más de cerca y se aceleraron los esfuerzos para actualizar los requisitos prudenciales internacionales. El movimiento hacia un monitoreo más cercano de las actividades de los bancos y hacia una mayor apertura de la información parece reflejar el reconocimiento de que si los bancos comerciales aumentaron su confianza en beneficios provenientes de transacciones (incluyendo los de transacciones de propiedades) y de apalancamiento (incluyendo derivados y securitización de préstamos y créditos comerciales), pueden haber aumentado los riesgos sistémicos. En los Estados Unidos el cambio también parece haber sido motivado por la cambiante naturaleza de la industria debido a las numerosas fusiones entre los principales bancos...” (1999[a]: 49).

Otro problema del sistema bancario es la red de préstamos interbancarios (Eichengreen, 1999). El propósito de los préstamos interbancarios es distribuir liquidez de corto plazo en forma inmediata, lo cual está destinado a solucionar problemas de entidades. Una consecuencia de esa red es que contribuye a evitar aumentos en las diferencias de tasas de interés entre mercados que podrían generar movimientos de capitales. Pero, por otra parte, la existencia de la red de préstamos bancarios permite que la quiebra de un punto de la misma se transmita al resto. Según Alan Greenspan (citado por Eichengreen) “...los préstamos interbancarios son el talón de Aquiles del sistema financiero internacional...” (1999).

Apalancamiento, una usina de riesgo

Una de las características más riesgosas del mercado es la difusión de operaciones basadas en el apalancamiento (*leverage*) y en el creciente uso que hacen las instituciones de esa herramienta. El apalancamiento consiste en hacer operaciones, generalmente, de alto riesgo y/o corto plazo con fondos prestados. El apalancamiento es utilizado para financiar compras hostiles de empresas (no acordadas con los accionistas propietarios) o hacer operaciones a futuro sobre tipos de cambio, tasas de intereses o cotizaciones de *commodities*. Este tipo de operaciones tuvo, en los últimos años, un enorme crecimiento. Según el FMI (1999[a]) entre 1986 y 1998 los montos negociados en derivados aumentaron un 2.100%. Casi la mitad de los contratos corresponden a operaciones de futuros sobre tasas de interés. La toma de capital ajeno aumenta la capacidad de los inversores y el riesgo de las operaciones porque un resultado adverso puede comprometer la estabilidad de la institución que hizo la operación o del aportante de capital.

El peligro en realidad es mayor cuando los operadores no sólo invierten capital ajeno sino también capital propio, lo cual aumenta el riesgo de quiebra de la institución.

En los años previos a la crisis bursátil de 1929 se desarrolló una forma común de apalancamiento: en el momento de alza, atraídos por las expectativas de ganancias, los inversores compraban acciones tomando crédito bancario. En consecuencia, la caída de las cotizaciones afectó a muchos bancos que habían prestado abundantemente para ese tipo de operaciones. Como respuesta, el gobierno estableció la ley Glass-Steagall que separó las actividades de banco comercial de las de banco de inversión. La separación de estas actividades se está diluyendo por el interés de los bancos en incrementar su participación en los rentables negocios no bancarios.

El FMI reconoce que un elevado nivel de apalancamiento puede provocar el aumento de las vulnerabilidades en cada nivel del sistema financiero. Al nivel de firma individual, si bien el apalancamiento aumenta los beneficios de los títulos cuando los precios se mueven en la dirección favorable, también magnifica las pérdidas cuando los precios se mueven contra la posición de la firma. “...Esta magnificación de las pérdidas incrementa el riesgo de la solvencia de la firma y el riesgo de que la firma se enfrente a la necesidad de aumentar sus márgenes de solvencia y, por lo tanto, de forzar a la liquidación de los títulos que posee cuando se producen movimientos adversos de los precios...” (FMI, 1999[a]: 129).

El riesgo de las firmas deriva en riesgos sistémicos. Continúa el FMI: “...En algunas circunstancias, el riesgo de disrupciones de mercado provenientes del elevado apalancamiento puede alcanzar proporciones sistémicas si el apalancamiento creció en varios mercados simultáneamente o a través de mercados que están ligados por el mismo apalancamiento, estrategias de inversión a través de diferentes mercados (*cross-market investments*) seguidas por agentes claves del mercado, o si el apalancamiento causa el riesgo de insolvencia en una masa crítica de instituciones sistémicamente importantes...” (1999[a]: 130). El organismo considera que los altos niveles de apalancamiento pueden estar creando sistemas financieros capaces de cometer errores más costosos durante los períodos de euforia (exacerbando el boom) y pueden magnificar las consecuencias adversas de un shock negativo o de un aumento de los riesgos.

El factor más importante en generar grandes reacciones a partir de un hecho singular (como el default de Rusia en 1998) fue el apalancamiento. En ese momento (setiembre y principios de octubre de 1998) los operadores vendieron aceleradamente sus posiciones para reducir sus riesgos ante la eventualidad de una continuidad en la caída de los bonos y en la de la rentabilidad de operaciones de futuro realizadas con sólo una reducida proporción de capital propio. En definitiva “...La acumulación de apalancamiento insostenible puede, en circunstancias extremas, transformar el sistema financiero en temporalmente ineficiente e inestable...” (FMI, 1999[a]: 130).

Se sabe que el apalancamiento aumentó mucho en los últimos años, pero se desconoce cuál es su magnitud real. Esto significa que no se conoce el grado de riesgo y vulnerabilidad que está provocando. Las "...incertidumbres acerca del nivel de apalancamiento en el sistema financiero global complican una evaluación más amplia del riesgo. Como demostró la turbulencia, el apalancamiento puede magnificar pequeñas perturbaciones y propagarlas a través de los mercados de un modo impredecible. (...) Si hay un apalancamiento sustancial en el sistema, una corrección (N. del A.: eufemismo habitualmente utilizado en lugar de caída o crack) en el mercado de valores de los Estados Unidos podría dar lugar a correcciones en mercados financieros afuera de ese país, lo cual podría entonces volverse contra los mercados estadounidenses. Es difícil calcular qué tan lejos puede ir un ajuste de esa clase..." (FMI, 1999[a]: 55).

Al no existir una medida clara de cuánto es el apalancamiento, tampoco puede haber una propuesta o una estrategia adecuadas para, cuando menos, prevenir sus posibles consecuencias. Sostiene el FMI que "...desde una perspectiva de política pública, una preocupación clave es cuando existe un insostenible grado de apalancamiento acumulado en el sistema financiero internacional, con algunos tempranos signos de alerta, pero sin suficiente acción curativa..." (1999[a]: 130).

Problemas para evaluar el riesgo

Una de las razones del aumento del riesgo es que la complejidad de las operaciones dificulta las evaluaciones de riesgo de las firmas y la capacidad de los reguladores para monitorearlas. Según el FMI "...Debido a la naturaleza compleja de las finanzas modernas, los requerimientos de información para determinar los perfiles de riesgo de las instituciones financieras son desafíos para aquellos dentro de las instituciones y para los accionistas. En un ambiente en el cual los riesgos pueden estar incorporados en los títulos, no es un asunto simple para el administrador de una institución financiera obtener una medida adecuada de la exposición al riesgo de la institución..." (1990[a]: 133).

La complejidad del sistema dificulta, también, la evaluación del riesgo por parte de las firmas. Para el organismo, los análisis de riesgo se hacen sobre la base de modelos que no necesariamente proveen un conocimiento suficiente de los riesgos asumidos. Por eso, "...que la turbulencia parezca haber sido largamente imprevista sugiere que la administración de riesgo y el sistema de comprobación de tensiones pueden haber estado prediciendo sobre información insuficiente y una visión incompleta sobre la dinámica del mercado y sobre las posibles repercusiones del mercado provenientes de shocks económicos y financieros. (...) El sistema puede haber no tomado en cuenta completamente el avance de la innovación financiera y el impacto del crecientemente ampliado uso de los derivados en la dinámica del mercado y en los vínculos entre los mercados. Por ejemplo, has-

ta hace poco, muchas instituciones financieras mantenían departamentos de mercado y riesgo crediticio separados, con la consecuencia de que las posiciones que eran beneficiosas por los movimientos de precios se convertían en no beneficiosas por impacto en la solvencia de la contrapartida...” (1990[a]: 134).

Un ex-asociado de la Long-Term Capital Management explica que los programas de estimación de riesgo que comenzaron a utilizarse en los últimos años están capacitados para evaluar los riesgos de muy corto plazo y no son útiles para reducir los riesgos de las firmas. Esto se debe en parte a que los modelos se basan en la experiencia pasada y asumen que los movimientos futuros en los factores de riesgo serán similares a los del pasado. Cuando se producen variaciones muy fuertes en las cotizaciones de bonos y acciones, los modelos llevan a la venta de activos para mejorar la cobertura de liquidez que potencia la caída de los mercados y pueden incluso aumentar la vulnerabilidad de las firmas (Scholes, 2000). La crisis de la LTCM se debió, precisamente, a que sus modelos de riesgo no contemplaban una caída de las cotizaciones de los bonos tan importante como la que se produjo a partir de la crisis de Rusia, a pesar de que las tenencias de bonos rusos de la firma eran muy reducidas.

Según el FMI (1999[a]) los modelos de administración de riesgo modernos tienen dos limitaciones significativas: se apoyan en los datos y en las relaciones históricas, lo que puede subestimar la situación de los eventos futuros, y frecuentemente involucran la asunción de los procesos estables que generan precios de mercado. Pero los eventos recientes han demostrado, sostiene el FMI, que los “sucesos raros” pueden ocurrir más frecuentemente de lo esperado, que las correlaciones pueden aumentar y cambiar de signo durante períodos de extrema turbulencia, y que la volatilidad de los mercados puede incrementarse rápidamente.

En segundo término, la modelación de los riesgos no vinculados directamente al mercado, como los riesgos de crédito y de liquidez, son desafíos aún para las más sofisticadas instituciones. La evaluación del riesgo crediticio es difícil porque las quiebras de deudores son raras y porque los riesgos de quiebra se desarrollan en forma complicada. No obstante, la mayor parte del riesgo de los balances consiste en riesgo crediticio y, las pérdidas por créditos han sido y todavía son las fuentes claves de riesgo.

Más atrasada está la modelación de crisis de liquidez. Un problema en este sentido es que los modelos de riesgos generalmente asumen que la liquidez del mercado se mantendrá mientras que en las turbulencias la liquidez se reduce. La reducción de liquidez puede haber sido, precisamente, responsable de algunas de las caídas de precios de activos que se produjeron en las últimas crisis. A su vez, el BIS (1999) afirma que, dada la expansión de las transacciones a través de las fronteras, los criterios de evaluación de riesgo están cambiando. Tradicionalmente se tomaba en cuenta la capacidad de un gobierno para pagar su deuda externa (*sovereign risk*) y para proveer las divisas necesarias para que los deudores privados pagaran la suya (*transfer risk*).

Esos conceptos fueron los utilizados para determinar el riesgo durante la crisis de la deuda externa latinoamericana en los '80 y durante la crisis mexicana de 1994, porque la mayor exposición de los bancos del G10 era de naturaleza soberana (N. del A.: los redactores del informe seguramente consideran que, además de la deuda pública, específicamente soberana, existía la certidumbre o la fuerte presunción de que los gobiernos responderían por la deuda externa privada, como efectivamente sucedió en el caso de la Argentina). Pero la expansión de las transacciones con corporaciones privadas llevó a los bancos a incorporar al concepto de riesgo-país las condiciones económicas de un país que pueden provocar la quiebra del sector privado. Efectivamente, en el caso de Asia, la mayor parte de los créditos fueron tomados por bancos y empresas que trabajaban en mercados menos promisorios.

Otra lección derivada de las últimas turbulencias fue la importancia de la interrelación entre el riesgo de mercado y el riesgo crediticio de las transacciones con derivados de los países emergentes. Análisis de los *ratings* de las dos mayores agencias (Moody's y S&P) muestran que seis factores explican más del 90% de la variación de los *ratings* de crédito: ingreso per cápita, crecimiento del PBI, inflación, deuda externa, nivel de desarrollo económico e historia de cesaciones de pagos. Pero la crisis asiática los llevó a incluir o a dar más importancia en su evaluación de riesgo a factores como la debilidad de los sistemas bancarios, la calidad de la supervisión bancaria, la vulnerabilidad a crisis de liquidez debida a la concentración en deuda de corto plazo en prestatarios que de otro modo serían solventes, las tensiones que se producen en una crisis cuando no se conoce bien la información o hay poca transparencia, y la probabilidad de contagio de otros países. Los desarrollos tecnológicos en la operatoria del sistema pueden generar, también, nuevas formas de riesgos. Los programas de computación que administran automáticamente las carteras contienen órdenes de comprar o de vender cuando los precios de las acciones o los bonos llegan a determinados niveles, o de abandonar el mercado cuando aumentan la volatilidad y los riesgos implícitos en cualquier operación.

Según el FMI cuando esos métodos son muy difundidos pueden gatillar automáticamente muchas órdenes de venta simultáneas cuando hay una tendencia a la baja de los precios o en momentos de alta volatilidad, y acentuar las caídas de precios, como sucedió durante la caída de la bolsa de Nueva York en 1987. En resumen, sostiene el Fondo que "...Los componentes de riesgo que en circunstancias normales están aislados pueden confundirse, y los sistemas de administración de riesgo pueden desplomarse..." (1999[a]: 125).

Monitoreo externo

La disciplina interna de las instituciones es mantenida por diversos elementos que incluyen: la disciplina del mercado, las disposiciones de los dueños de las ins-

tituciones, la vigilancia de sus prestamistas y socios, y los supervisores oficiales. Pero aunque los observadores externos tengan toda la información sobre la firma, puede no haber fuertes incentivos para monitorear de cerca los riesgos que ella toma. Sostiene el FMI que "...el monitoreo externo es posiblemente inadecuado por la altamente compleja naturaleza de la institución financiera moderna, la opacidad de sus posiciones de inversión para los que no pertenecen a ella, la naturaleza de las presiones de competitividad, y los problemas de *free-rider* que son inherentes en las relaciones y asociaciones financieras muy dispersas..." (1990[a]: 134).

Las dificultades para comprender y regular el sistema surgen, en parte, de que "...las instituciones financieras tienen ventajas sobre los reguladores. La competencia empuja a las firmas a crear nuevos productos financieros utilizando tecnologías financieras e informática de punta, y ellos tienen más conocimiento sobre su propia posición y estrategia de comercio que sus supervisores. En esencia, hay asimetrías entre los reguladores y los regulados en el entendimiento de los cambios en el negocio financiero y en la aplicación de nuevas tecnologías financieras y de información..." (FMI, 1990[a]: 147). Por ejemplo, aunque los derivados son una causa generalizada de temor, "...nadie tiene una visión comprehensiva de las posiciones acumuladas en los mercados de derivados o de los créditos con que esas posiciones son apalancadas..." (FMI, 1990[a]: 149).

La insuficiencia de los sistemas de regulación se debe, según el FMI, a que los sistemas de prevención de riesgo fueron montados en décadas pasadas teniendo en cuenta que el sistema se basaba en instituciones financieras nacionales. Pero en la actualidad los mercados financieros son globales e integrados. Considera el FMI que "...Las prácticas financieras privadas pueden estar cambiando más rápidamente y dinámicamente que la posibilidad de los supervisores y el sistema de regulación de adaptarse para monitorearlos. Del mismo modo, debido a las diferencias en recursos e incentivos, la habilidad del sector privado para capturar las ganancias de los cambios tecnológicos pueden haber excedido la capacidad de los oficiales para aprender cómo esas tecnologías puede ser aplicadas a la medición, calibración y administración del riesgo sistémico. Como señaló un ex-regulador, la relación de los supervisores y las instituciones financieras es la de un sabueso persiguiendo a un galgo: los reguladores tienen problema en mantener el ritmo ante la habilidad de las instituciones financieras activas internacionalmente, y la brecha entre ambas puede, por lo tanto, estar ampliándose..." (FMI, 1990[a]: 137). Por eso, concluye el organismo, aunque existe una multitud de organismos nacionales e internacionales que monitorean regularmente la estabilidad del sistema financiero, ninguno tiene la cantidad de información ni la capacidad para establecer la evolución de los riesgos en forma total.

También se plantean problemas porque el diseño de las regulaciones puede dar lugar a respuestas diferentes de las buscadas. Las regulaciones bancarias, que generalmente siguen los criterios acordados en el Bank of International Settle-

ments (BIS), están destinadas a garantizar la solvencia de los bancos y a desestimar conductas riesgosas. Pero el diseño de las propias regulaciones contribuiría a promover cierto tipo de préstamos de mayor riesgo. El Acuerdo de Basilea de 1988 está basado en mediciones muy crudas del riesgo económico al permitir el arbitraje regulatorio entre el verdadero riesgo económico de un activo y la aplicación de la ponderación de riesgo, y al no proveer incentivos para la aplicación de técnicas destinadas a mitigar riesgos. Las provisiones para deuda soberana establecidas por el BIS son menores que las que deben mantenerse para préstamos al sector privado, y por eso estimulan a los bancos a prestar a los países emergentes en lugar de a las corporaciones más estables.

Según Stiglitz (1999) los estándares de categorización de riesgo crediticio del BIS desestiman el riesgo del endeudamiento en los mercados internos (fenómeno que tuvo una fuerte importancia en la generación de las crisis de México en 1995 y de Brasil en 1999) que estimula el endeudamiento de corto plazo al catalogar como más riesgosos los préstamos a largo plazo (el auge de endeudamiento de corto plazo fue, a su vez, uno de los elementos que contribuyó a reducir rápidamente la liquidez en las economías asiáticas en crisis). Además, para cumplir las regulaciones del BIS, cuando aumenta el riesgo de un prestatario el banco debe aumentar sus provisiones o reducir los préstamos al deudor riesgoso. Generalmente adoptan esta alternativa y el flujo de créditos tiene un comportamiento procíclico: potencia los problemas del deudor y, en consecuencia, el riesgo de los propios prestamistas.

Las calificaciones de riesgo y el equilibrio del sistema

La liberalización financiera y el desarrollo del mercado de bonos aumentaron la importancia de las calificaciones de riesgo de países y empresas que los inversores utilizan para evaluar a sus potenciales financiados y el riesgo de sus operaciones. En el mercado competitivo, la calidad de la calificación de riesgo es un elemento decisivo para una adecuada distribución de los recursos financieros y para la prevención de crisis. Pero el sistema de *ratings* de las calificadoras no es considerado completamente confiable. Afirma el BIS que "...hay una serie de razones para tener menos confianza en *ratings* de crédito soberano que en los *ratings* de las agencias para los bonos de las corporaciones de los Estados Unidos. Los estudios han mostrado que sustancialmente hay más divergencias entre las agencias en sus evaluaciones de riesgo crediticio para *sovereigns* de baja calidad que para créditos de baja calidad a corporaciones. Esto puede estar causado por la mayor incertidumbre en la medida de este tipo de riesgo debido a la subjetividad de muchos aspectos de la medición del riesgo soberano. Con los créditos soberanos los prestamistas no tienen la capacidad de forzar los pagos en las cortes, y los factores que afectan la disposición a pagar –como la estabilidad de las instituciones políticas, la cohesión económica y social y la integración en el sistema

económico mundial– son tan importantes como aquellas que afectan la solvencia o la capacidad para pagar...” (1999: 22).

Los errores de las calificadoras, sostiene el BIS, fueron muy evidentes durante la crisis asiática. Las mayores agencias subestimaron varios factores de riesgo en varios países.

El impacto de las calificaciones sobre las decisiones está distorsionado, además, porque los anuncios de calificación de riesgo de las agencias afectan los *spreads* del mercado. La influencia de las calificaciones dadas a conocer es mayor para los bonos soberanos por debajo del *investment-grade* (Cantor y Packer, 1996).

El poder y la resistencia al control

Las dificultades para controlar al sistema financiero se deben, también, a la resistencia de los operadores del mercado. En esta categoría deben incluirse los operadores directos del sistema y las empresas del sector no financiero que tienen interés en la libre movilidad de capitales, por su asentamiento en diferentes mercados o porque, como sucede en las últimas décadas, obtienen parte de sus beneficios del manejo de su liquidez en operaciones financieras. La influencia de los poderes económicos y políticos fue decisiva en la formación del acuerdo de Bretton Woods (Block, 1989). Ahora, como explica Paul Volker, ex-titular de la Reserva Federal, “...una de las cuestiones planteadas en el Congreso hoy, como resultado de las fusiones recientes, es la presión política que se ejerce para debilitar las barreras tradicionales a las combinaciones de comercio y bancos...” (Clarín Económico, 17-5-1998). En los mercados emergentes, sostiene Mistry, “...los reguladores son cooptados por los jugadores del mercado y por los emisores para tolerar las prácticas de ocultamiento que son frecuentemente utilizadas para obtener ganancias para los propios operadores...” (1998: 96).

La globalización y liberalización del mercado financiero están acompañadas por una fuerte concentración, por lo que los fenómenos del mercado no se deben al libre juego de la competencia sino, también, a dominios de mercado y a acuerdos entre participantes. Sobre este punto, Sassen sostiene que “...La transformación del mercado global de capitales en un nuevo orden supranacional continúa rápidamente a pesar de la actual crisis de mercados. Las operaciones financieras nacionales están reduciéndose, y las orientadas internacionalmente están tomando su lugar. La globalización usualmente implica descentralización. Pero mientras la red internacional de centros financieros se expande, un sistema más reducido, dominado por un puñado de ciudades estratégicas se está desarrollando. A medida que las operaciones financieras se dispersan alrededor del mundo, sólo unas pocas ciudades tendrán los recursos para ser dominantes. Primeras entre ellas están Londres y Nueva York, con su enorme concentración de recursos y talentos. Esas dos conducirán las más críticas y complejas operaciones del futuro...” (1999: 75).

Agrega Sassen que "...los participantes del mercado frecuentemente pintan una pintura de competencia despiadada, lo que es sólo parcialmente correcto. En verdad, la relación es más compleja. Durante la ola de desregulación en los años '80, los tres grandes (Londres, Nueva York y Tokio) tenían todavía alguna división cooperativa del trabajo que continúa hoy con una especialización creciente. A pesar de toda la palabrería de amarga competencia, en los '80 estaba emergiendo un verdadero mercado global que estaba circulando capital a través de los centros financieros líderes antes de venderlo reempaquetado en el mercado doméstico. Desde que esa tendencia se intensificó en los '90, las alianzas estratégicas a través de las fronteras se multiplicaron entre firmas y mercados. La competencia coexiste con colaboración estratégica y jerarquía..." (1999: 81). Para este autor, los acuerdos estratégicos no reducen el peligro de la volatilidad. Pero sin duda aumentan la capacidad de los grandes agentes de defender su libertad de acción frente a gobiernos y reguladores.

Discusión de opciones

Debido a la sucesión de crisis, los gobiernos, los organismos financieros internacionales y los teóricos se sumergieron en una amplia discusión sobre la calidad de las regulaciones y la necesidad de adecuarlas. Desde la ortodoxia (FMI y BIS) se subraya la necesidad de limitar las fallas de mercado mejorando la información, la transparencia, la posibilidad de medir las operaciones y sus riesgos. Se discute también la tensión entre la necesidad de contar con un prestamista de última instancia y la posibilidad de que las garantías estimulen las conductas riesgosas. Las proposiciones ortodoxas o cercanas a ellas no incluyen regulaciones directas sobre los fondos de coberturas porque son sólo una de las instituciones que recurren al apalancamiento. Sí se plantea la discusión sobre si los bancos centrales no deberían tener en cuenta las burbujas especulativas en su manejo de la liquidez (White, 2000). Se propone también una vuelta a la regulación de las tasas de interés (Hellman et al, 2000) y la coordinación macroeconómica entre los principales países (CEPAL, 1998; Eichengreen, 1999), establecer sistemas de calificación de entidades de supervisión financiera de acuerdo a estándares acordados internacionalmente, permitir controles de capital en los países emergentes (CEPAL, 1998), y gravar los movimientos de capital de corto plazo (Tasa Tobin, propuesta por ATTAC).

Uno de los aspectos que generan mayor discusión es, precisamente, el papel de los controles de capital. La posición ortodoxa es contraria a los controles considerando que aumentan el costo de financiamiento. Los defensores de los controles sostienen que ayudan a compatibilizar objetivos de política monetaria cuando el tipo de cambio es fijo o fuertemente controlado por el banco central (es decir, que no flota libremente). En esos casos, los objetivos son preservar la autonomía de la política monetaria para dirigirla hacia objetivos domésticos (por

ejemplo, impedir que el grado de liquidez sea determinado en forma exógena por los flujos de capital incontrolados) y preservar la estabilidad cambiaria, reduciendo presiones de demanda o de oferta sobre la moneda nacional. El FMI fue cambiando su posición en este punto adoptando iniciativas menos restrictivas. De hecho, en su *Informe Anual 1998*, el FMI recomienda la liberalización de los movimientos de capital como forma de promover la inversión y el crecimiento. Pero en forma gradual, en función de la situación de cada país.

Evaluando experiencias de liberalización, el Fondo reconoce que la liberalización necesita estar acompañada de sistemas financieros sólidos y de buena supervisión (1999[b]). Una de las lecciones más compartidas de la crisis es la necesidad de fortalecer los sistemas financieros y los sistemas de regulación y supervisión. El Banco Mundial (1998[a]) enfatiza el peligro que implica la liberalización poco cautelosa de los sistemas financieros. Según el Banco, cuando se observa una actitud de excesiva tendencia al endeudamiento privado y a la asunción de riesgos en un contexto de abundantes entradas de capital y sistemas financieros privados, es necesario adoptar planteamientos amplios. En muchos casos, ello obligará a aplicar tipos de cambio más flexibles, una política fiscal más estricta, una reglamentación financiera más apropiada y rigurosa y, en casos necesarios, restricciones a los flujos de capital. El objetivo de esas medidas será reducir los ingentes ingresos de capital y el repentino auge del crédito interno que suele preceder a las crisis financieras.

La experiencia más observada en este tema fue la de Chile, que estableció la exigencia de que los inversores de corto plazo mantuvieran depósitos no remunerados, con el propósito de desalentar ese tipo de operaciones. Según Edwards (1999), el sistema no contribuyó a aumentar el plazo medio de la deuda pero tampoco tuvo efecto sobre el tipo de cambio, y tuvo uno reducido sobre la tasa de interés. Pero sí habría contribuido a reducir las fluctuaciones del mercado de valores. De todos modos, los controles no evitaron que Chile sufriera consecuencias externas de la crisis de 1997 y, como derivación de la misma, fueron levantados para estimular el ingreso de capitales. Eichengreen (1999), por su parte, encuentra que en Chile los controles de capitales fueron efectivos. En una reunión realizada por el Council on Foreign Relations Task Force (1999) algunos miembros sostuvieron que el FMI debería recomendar a los países desalentar el ingreso de capitales de corto plazo como hizo Chile. Se señaló el efecto de la volatilidad en los tipos de cambio de las tres principales monedas, y que no será posible una reforma seria de la arquitectura financiera sin un acuerdo por tipos de cambio más estables².

Orígenes de la vulnerabilidad

Un punto crucial para definir remedios contra la vulnerabilidad es situar el origen de la misma. Los orígenes de la vulnerabilidad pueden ser externos, en

tanto están determinados por las condiciones del mercado financiero internacional, o internos, en la medida en que se originan en las conductas de los prestatarios. La aparición de nuevas fuentes de liquidez como los mercados de bonos puede considerarse como una reducción de la restricción financiera y una ampliación de la disponibilidad de financiamiento. Pero, por otra parte, los plazos del mercado de bonos son más cortos que el crédito bancario tradicional, por lo que son más volátiles. Además, las fluctuaciones de las cotizaciones de los bonos someten a los emisores a un escrutinio permanente.

La variación cotidiana de la cotización se considera una contribución al equilibrio del mercado porque es una explicitación del riesgo que representa el prestatario que proporciona información a los inversores, y estimula el disciplinamiento del prestatario. Pero la variación de las cotizaciones es, también, un elemento de incertidumbre en la medida en que modifica en forma continua el costo de financiamiento. Los mercados de bonos pueden experimentar, además, movimientos bruscos debido a reacciones no justificadas por las condiciones reales de los prestatarios y dar lugar, incluso, a crisis autogeneradas. Como producto de las transformaciones del mercado, las fuentes de financiamiento para la periferia también cambiaron, ganando importancia los financistas privados y, dentro de estos, los no bancarios.

Según los cálculos de la UNCTAD (1999), las entradas netas de capital a los países en desarrollo presentan las siguientes características:

- Los préstamos bancarios pasaron del 50% del total en 1975-1982, al 16% en 1983-1989, y al 24% en 1990-1998.
- La participación de las entradas de cartera creció aceleradamente desde un 3% en 1983-1989 al 21% en el último período.
- La inversión extranjera directa aumentó progresivamente desde un 9% del total en el primer período al 34% en el último.
- Los préstamos de origen privado pasaron de ser poco significativos en 1970 a representar el 20% en 1981. Cayeron abruptamente en los años siguientes: en 1984 hubo una salida neta de capital privado y luego el flujo volvió a aumentar hasta 1997. En 1996 y 1997 el ingreso de capital privado fue mayor que el de origen público, y en 1998 se reduce a una mínima expresión.
- Los préstamos de origen público crecen hasta 1983 cuando son el 65% del total, caen hasta 1989, luego oscilan y vuelven a aumentar fuertemente en 1998 y 1999 reflejando los programas de ayuda a países en crisis.

El aumento en la participación del financiamiento de fuentes privadas ha dado lugar a una mayor volatilidad, a pesar de la creciente importancia de la inversión directa. Según la UNCTAD (1999) la volatilidad de las corrientes de capital a corto plazo, medida por las variaciones de un año para otro, parece haber ido en aumen-

to en los últimos años. Una comparación del decenio de 1980 con el de 1990 de la desviación típica de los cambios porcentuales anuales en los mercados emergentes muestra que la volatilidad de las corrientes netas aumentó en nueve países.

En el período 1990-1998, según el FMI (1999[a]):

- El flujo más estable se encuentra en las inversiones directas. En 1998 aumentaron, aunque en forma reducida, aún en los cinco países asiáticos más afectados por la crisis (Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia).
- El comportamiento más inestable se encuentra en los préstamos bancarios, que tienen un resultado neto negativo en tres años de la década del '90: en 1994, por el retiro de préstamos bancarios en Latinoamérica, Rusia y en otros países europeos, y en 1997 y 1998, por el retiro de los mercados ya citados más el retiro de los mercados asiáticos.

Según Griffith-Jones (1997) habría una “jerarquía de volatilidad”. Los fondos de pensión serían menos volátiles que los fondos mutuales y los fondos securitizados pueden ser más volátiles que los préstamos de mediano plazo de los bancos dado que el stock de flujos securitizados puede dejar un país en pocas horas, mientras que, en el caso de los préstamos de mediano plazo de los bancos, aún en una seria crisis como la crisis de la deuda de 1982, el stock de la deuda no puede dejar el país.

También existe una jerarquía de volatilidad, entre centro y periferia. En la periferia la volatilidad se ha convertido en una de las principales causas de crisis cambiarias, financieras y reales. La UNCTAD considera que “...una característica común de las recientes crisis financieras es que el gran incremento en ingresos de capital fue eventualmente revertido con una igualmente grande y rápida salida cuando las condiciones que crearon los ingresos se revirtieron o cuando los ingresos convirtieron a las condiciones y las políticas económicas domésticas en insustentables...” (1998: 57). Para Radelet y Sachs la base de la crisis asiática se encuentra también en el influjo de capitales externos vulnerables a los comportamientos de pánico, ya que las dificultades estructurales existentes no justificaban una crisis de la amplitud de la de 1997 (1998).

Según Krugman (1999), el problema no es la caída de precios o la depreciación del yen, porque los países asiáticos habían sufrido antes esos problemas sin consecuencias. Tampoco es el clientelismo o, en el caso coreano, la diversificación de los *chaebols* porque eso también había existido durante años de crecimiento. El factor que explica la crisis es la apertura financiera y el elevado ingreso de capitales. En estas condiciones, la pérdida de confianza en la economía genera salida de capitales y contagio a otras economías. Para Kaminsky y Reinhart (1996), las crisis bancarias están precedidas por el aumento de préstamo estimulado, a su vez, por liberalización financiera. Una consecuencia de las turbulencias financieras son los fuertes cambios en las cotizaciones de bonos de países periféricos. Por ejem-

plo, en sólo cuatro meses, entre junio y octubre de 1998, el diferencial de bonos emitidos internacionalmente por mercados emergentes aumentó vertiginosamente. Luego bajó, pero a mediados de 1999 todavía estaba por encima del nivel de un año antes: el de los bonos rusos pasó de 721 puntos básicos a 4.659; el de los indonesios, de 777 a 1.624 puntos básicos; el de los venezolanos, de 466 a 1.412; el de los brasileños, de 517 a 1.202; el de los argentinos, de 422 a 724; y el de los bonos mexicanos subió de 347 a 683 puntos básicos (UNCTAD, 1999).

Según el registro del FMI (2000), a partir de mediados de 1998 hay tres grandes aumentos de *spread* en los bonos de Brasil y Venezuela, que parten de los 500 puntos básicos y llegan a superar los 2.500 a principios de 1999. La volatilidad se refleja, también, en enormes fluctuaciones en las tasas de interés de corto plazo en los mercados afectados. En los países asiáticos la tasa pasó de rondar el 10% en los inicios de 1997, al 20% en Tailandia y al 25% en Corea y Filipinas. En Indonesia siguió subiendo en 1998 hasta llegar al 71% en setiembre. En México y Brasil hay variaciones de tasas entre el 20% y el 45% entre mediados de 1997 y mediados de 1999. En Chile aumenta de un 7% a un 15% entre fines de 1997 y mediados de 1998. En la Argentina las variaciones son menores pero igualmente importantes (FMI, 2000).

Las fuertes variaciones en las cotizaciones de los bonos y de las tasas de interés en los mercados locales implican movimientos similares en el costo de financiamiento para los sectores público y privado de los países, lo que inevitablemente tiene efectos negativos sobre la inversión y el consumo. Pero el fenómeno de la volatilidad crece también en los grandes mercados. White (2000) encuentra que en los mercados de valores de los países industriales no hay un aumento en la volatilidad si se miden las variaciones mensuales, pero sí cuando se consideran las variaciones diarias. El autor considera que las variaciones promedio pueden esconder variaciones de precios de valores capaces de generar serios daños en operadores individuales y, potencialmente, en el sistema financiero mismo.

Por otra parte, como sostiene Fernández-Arias (1994), la oferta de financiamiento externo para la periferia se mueve básicamente con relación al nivel de tasas de interés y al atractivo de las inversiones existente en los países centrales. Ese financiamiento depende, entonces, del nivel de la tasa de interés o de las oportunidades de inversión en el centro, por lo que tiene un comportamiento relativamente autónomo de la situación de los prestatarios actuales o potenciales fuera de ese círculo.

En el mismo sentido, Hopenhayn sostiene que existe una asimetría en la volatilidad de los flujos de capital porque, mientras que los países centrales cuentan con una oferta firme de préstamos e inversiones internacionales a plazos y tasas bastantes homogéneas, "...los países periféricos han debido hacer frente a una gran volatilidad en la disponibilidad de fondos. Esa volatilidad parece depender de los ciclos de la economía de los países centrales que, entre otras cosas, se traducen en los llamados ciclos de crédito..." que suelen, además, asumir la forma de shocks (1997: 16).

La responsabilidad doméstica

La importancia de los factores externos no permite desmerecer el peso de las decisiones domésticas de endeudamiento y de aplicación de los capitales ingresados en la generación de la vulnerabilidad y la crisis. La experiencia de las últimas décadas muestra que muchos países alentaron el ingreso de capitales de corto y hasta de cortísimo plazo con la apertura de sus cuentas corrientes.

Un caso notorio es el de la Argentina. El programa económico de la última dictadura militar incluyó elementos como la Reforma Financiera de 1977, que liberalizó el mercado financiero y garantizó los depósitos en financieras bancarias y no bancarias, dispuso la apertura irrestricta a los movimientos de capital de corto plazo, y estableció una pauta de ajustes cambiarios destinada a garantizar la previsibilidad del tipo de cambio. También existía, muy probablemente, la expectativa de los operadores de que el estado asistiría a los eventuales grandes damnificados del juego especulativo, lo que efectivamente sucedió a partir de 1982 con la estatización de la deuda externa privada. La conjunción de estos elementos estimuló los comportamientos especulativos, el endeudamiento externo y la fuga de capitales. A partir de 1991, el gobierno argentino estableció medidas que volvieron a promover el endeudamiento externo. El marco general es el sistema de convertibilidad y la liberalización al ingreso y egreso de capitales. En este contexto se produjo una acumulación de déficits en el sector público, financiados parcialmente con deuda externa y un crecimiento del endeudamiento del sector privado. Por otra parte, tanto en México como en Brasil, en los momentos previos a las crisis de 1995 y de 1999, el sector público incurrió en un endeudamiento acelerado e insostenible en el largo plazo.

En la historia de la crisis asiática, las responsabilidades domésticas fueron meticulosamente estudiadas. La mayoría de los países abrieron su cuenta capital y facilitaron el endeudamiento externo sin disponer regulaciones y requisitos prudenciales adecuados, lo que determinó la fragilidad de los sistemas financieros locales. En países como Malasia o Corea, la absorción de créditos estaba estimulada por los proyectos de crecimiento oficiales o de las grandes empresas. Pero tanto en esos países como en otros, el clientelismo y las firmes presunciones de que el gobierno auxiliaría a eventuales fallidos permitieron que los bancos locales prestaran sin tener en cuenta los riesgos. Esto facilitó el financiamiento de burbujas especulativas en bienes inmobiliarios y en los mercados de valores con préstamos de corto plazo. Además, antes de comenzar la apertura, la mayoría de los países asiáticos tenía una elevada tasa de ahorro interno y superávit en cuenta corriente, por lo que no necesitaban estimular el ingreso de capitales. Por lo tanto, la apertura puede haberse debido más a las presiones de los países centrales, interesados en colocar crédito en los mercados financieros emergentes, que a las necesidades reales de financiamiento de las economías.

La debilidad en la regulación de los sistemas financieros locales y el clientelismo son considerados factores cruciales en la generación de la crisis asiática. En

los países asiáticos en crisis, en la mayor parte de los casos los fondos del exterior habían sido tomados por bancos locales a plazos cada vez más cortos. A fines de 1996, más de la mitad de los pasivos de la región eran a corto plazo. La relación entre pasivos de corto plazo y reservas, generalmente usada como indicador de fragilidad financiera, estaba por encima del 100% en Corea, Indonesia y Tailandia.

Según Mishkin (1999) hay dos razones de por qué hubo una excesiva toma de riesgo después de la liberalización financiera en Asia oriental. La primera es que los *managers* de las instituciones bancarias frecuentemente carecen de la capacidad para manejar riesgo adecuadamente cuando las nuevas oportunidades de préstamos aparecieron luego de la liberalización. En adición al rápido crecimiento del préstamo, las instituciones bancarias no podían agregar el capital gerencial necesario (oficiales bien entrenados, sistemas de evaluación de riesgo, etc.) con la suficiente rapidez para habilitar a esas instituciones para evaluar y monitorear esos nuevos préstamos apropiadamente.

Por otra parte, la falta de transparencia y la inseguridad jurídica de los sistemas basados en las relaciones entre financieras y empresas, o entre éstas y los gobiernos, distorsionan los sistemas de precios y generan incertidumbre sobre el futuro de las inversiones, lo que contribuye a reducir los plazos de las mismas. Como afirman Raghuram y Zinagales (citados por Geoffrom), "...no teniendo ni el poder, que es la moneda de cambio en los sistemas basados en las relaciones personales, ni las salvaguardas contractuales que son esenciales en un sistema formal, los inversores externos se protegieron manteniendo despejadas las puertas de salida. Un inesperado shock negativo los encaminó hacia esas salidas..." (1999).

La necesidad de regulación de los sistemas es particularmente importante en los países emergentes y en transición porque allí los intermediarios y los mercados carecen de un número de elementos estabilizadores que son centrales para la forma en que funcionan los sistemas bancarios en los países industriales avanzados. Para Stiglitz (1999), en la crisis asiática el problema no fue la excesiva intervención del estado sino la falta de intervención gubernamental, la subvaloración por el gobierno de la importancia de la regulación financiera. La intervención gubernamental, considera el autor, es fundamental para garantizar la solidez del sistema financiero, y ésta lo es para movilizar el ahorro y asignar eficientemente el capital.

Por el contrario, en los países avanzados hay una variedad más amplia de mercados e instituciones financieras y un nivel mayor de competencia que contribuye a mejorar la eficiencia de las instituciones. Sin embargo, los déficits de supervisión y regulación también se producen en países avanzados. "...Hemos visto (sostuvo el presidente de la Reserva Federal de Nueva York) numerosos ejemplos del daño potencial para el sistema financiero y para la economía real en general, cuando la desregulación y la innovación no son acompañadas por suficiente atención por los supervisores oficiales y el mercado. En los Estados Unidos, el ejemplo más notable fue la crisis de las casas de ahorro y préstamo..." (McDonough, 1997: 5).

Conclusiones

- Las preocupaciones de reguladores y gobiernos por el crecimiento de actividades especulativas y de los riesgos inherentes a ellas no se traducen en regulaciones o modificaciones sistémicas sustanciales, como controles de flujos de capitales o de tasas de interés en los mercados domésticos.
- Por otra parte, en el escenario internacional seguirán imperando condiciones que estimulan el arbitraje: los movimientos diferenciales de tasas de interés entre mercados, fluctuaciones de tipos de cambio y variaciones de precios de *commodities* significativas como el petróleo.
- Por eso, todo indica que las tendencias imperantes en el mercado en lo que se refiere al crecimiento de actividades especulativas y de instituciones involucradas en ellas se mantendrán en el futuro previsible, salvo que alguna crisis importante dé lugar a un replanteo radical de la organización financiera. El propio Banco Mundial (2000) reconoce que en el futuro se mantendrán los flujos especulativos y las diferencias en marcos jurídicos e institucionales que habrán de exacerbar los efectos de la información asimétrica y los comportamientos de rebaño de los prestamistas.
- De aquí se deduce, a su vez, que los riesgos sistémicos y la vulnerabilidad financiera de los países periféricos se mantendrá o agravará.

Este escenario refuerza la necesidad de políticas preventivas como los controles de capital de corto plazo. Los controles y regulaciones de una economía chica que necesita financiamiento externo no pueden desconocer la lógica de decisión de los inversores. Pero debe tenerse en cuenta que las regulaciones, incluidos controles de tasas de interés y de mercado cambiario, no desalientan la inversión cuando la economía real ofrece condiciones atractivas. China es quizá el ejemplo extremo, pero también podría señalarse el caso de Brasil.

- La volatilidad y difusión de operaciones de riesgo en el mercado financiero internacional genera un ambiente restrictivo, especialmente para las economías menores, porque crea costos elevados cuando los operadores del mercado evalúan que la economía es riesgosa. Esta situación puede lamentarse pero no ignorarse y refuerza una cuestión que no siempre es suficientemente subrayada: el control de la vulnerabilidad externa requiere que los agentes internos, públicos o privados, no incurran en endeudamientos insustentables o monten sistemas capaces de dar lugar a burbujas especulativas financieras o en el sector real. Tanto las reiteradas experiencias latinoamericanas como la asiática muestran que las crisis de endeudamiento o cambiarias no pueden explicarse sólo por las condiciones imperantes en el mercado internacional y que, por lo tanto, los países tienen una responsabilidad en la reducción de riesgo financiero.

Bibliografía

- Baily, Martin; Diana Farrell y Susan Lund 2000 “The Color of Hot Money”, en *Foreign Affairs* March/April.
- Banco Mundial 1998[a] *Global Economics Prospects 1998/99* (Washington)
- Banco Mundial 1998[b] *East Asia: The road to recovery* (Washington).
- Banco Mundial 2000 *Global Finance 2000* (Washington).
- BIS 1999 *Supervisory Lessons To Be Drawn From The Asian Crisis* (Nueva York: Basel Committee on Banking Supervision) Working Papers N° 2, June.
- Block, Fred 1989 *Los orígenes del desorden económico internacional* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Cantor, Richard y Frank Packer 1996 “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings”, en *Economic Policy Review* (Nueva York: Federal Reserve Bank) Octubre.
- CEPAL 1998 “Declaración sobre la crisis financiera internacional”, en *Panorama de la Economía Internacional* N°1, Octubre.
- Council of Foreign Relations Task Force 1999 “The Future of International Financial Architecture”, en *Foreign Affairs* November/December.
- Davlin, Robert; Ricardo French Davis y Stephany Griffith-Jones 1995 “Repunte de las corrientes de capital y el desarrollo”, en French-Davis, R. y S. Griffith-Jones (comps.) *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina* (Chile: Fondo de Cultura Económica).
- Edwards, Sebastian 1999 “How Effective are Capital Controls?”, en *Journal of Economic Perspectives*.
- Eichengreen, Barry 1999 *Toward a New International Financial Architecture* (Washington: Institute for International Economics).
- Fernández-Arias, Eduardo 1994 *The New Wave of Private Capital Inflows. Push or Pull?* (Nueva York: World Bank Policy Research) Working Paper N° 1312, June.
- FMI 1999[a] International capital markets.
- FMI 1999[b] *Country experiences with the use and liberalization of capital controls* (Monetary and Exchange Affairs Department) Advance copy.
- FMI 2000 *World Economic Outlook* April.
- Geoffrom, Patrice 1999 *Corrosion financiere* March.

Griffith-Jones, Stephany 1998 “Regulatory challenges for source countries of surges in capital flows”, en Teunissen, F. J. (editor) *The Policy Challenges of Global Financial Integration* (FONDAD-The Hage).

Hellmann, Thomas; Kevin Murdock y Joseph Stiglitz 2000 “Liberalization, moral hazard in banking and prudential regulation: are capital requirements enough?”, en *The American Economic Review* March.

Hopenhayn, Benjamín 1997 *La globalización financiera* Mimeo, Marzo.

Hufbauer, Gary Clyde y Erica Wada 1999 *Hazards and precautions: tales of international finance* (Institute for International Economics) September.

Kaminsky, Graciela y Carmen Reinhart 1996 The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems (Board of Governors of the Federal Reserve System) International Finance Discussion Papers N° 544, March.

Krugman, Paul 1999 *De vuelta a la economía de la Gran Depresión* (Buenos Aires).

Lelart, Michel 1998-1999 “Le Fond Monétaire International et la crise asiatique”, en *Techniques financières & développement* N° 53-54, Decembre-Mars.

McDonough, William 1997 “The Changing Role of Supervision”, en *1997 Annual Report* (New York: Federal Reserve Bank).

Mishkin, Frederic 1999 *Lessons from the asian crisis* (NBER) Working paper N° 7102, April.

Mistry, Percy 1998 “The challenges of financial globalisation”, en Teunissen, F. J. (editor) *The Policy Challenges of Global Financial Integration* (FONDAD-The Hage).

OCDE 2000 *Economic Outlook* N° 67, June

Radelet, Steven y Jeffrey Sachs 1998 *The onset of the East Asian financial crisis* (National Bureau of Economic Research) Working paper, August.

Rogoff, Kenneth 1999 “International institutions for reducing global financial instability”, en *Journal of economic perspectives* Fall.

Sassen, Saskia 1999 “Global Financial Centers”, en *Foreign Affairs* January/February.

Scholes, Myron 2000 “Crisis and risk management”, en *The American Economic Review* May.

Stiglitz, Joseph 1999 “What have we learned from the recent crises: implications for banking regulation”, en <www.worldbank.org> (Chicago) May 6.

UNCTAD 1998 *Trade and Development Report*.

UNCTAD 1999 *Trade and Development Report*.

White, William 2000 *What Have We Learned From Recent Financial Crises and Policy Responses?* (BIS) Working papers N° 84, January.

Notas

1 Sobre la responsabilidad de los bancos en la crisis asiática, ver Corsetti et al (1998).

2 Exposiciones de esos análisis y de las proposiciones para regular el sistema en Eichengreen (1999), Rogoff (1999) y White (2000).