

Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods

• • • • • • • • • •

JAN KREGEL*

El rápido incremento de la importancia de los flujos de capital en escala mundial se presenta de manera simultánea con el más reciente descenso de la injerencia de los bancos comerciales de Estados Unidos en los activos de todas las instituciones financieras de esa nacionalidad.

Tras el abandono de los acuerdos de Bretton Woods los flujos de capital internacionales han desempeñado un papel cada vez más relevante en el comportamiento de la economía mundial y, asimismo, se ha registrado una creciente competencia bancaria que ha conducido a que las instituciones de ese sector incursionen en otras actividades y en varias áreas geográficas. El aumento de esos flujos se ha acompañado de un incremento de las crisis financieras en los países desarrollados y en desarrollo.

El acentuamiento de la competencia internacional bancaria ha dado lugar a un incremento de las quiebras bancarias asociadas con crisis sistémicas. A la crisis de 1975-1983 en el Cono Sur le siguieron la de la deuda de América Latina en 1982, la bancaria y de sociedades de ahorros en Estados Unidos, las caídas de los mercados bursátiles en 1987 y 1989, la crisis monetaria europea de 1992, el colapso del mercado mundial de bonos de 1994, la crisis por el efecto “tequila” de 1994-1995 y, más recientemente, la crisis de los tigres asiáticos en 1997-?. Por ello, cabría preguntar si es de carácter estructural la conjunción de una cada vez mayor libre competencia en materia bancaria y la creciente liberalización de los flujos de capital mundiales y si el incremento en la frecuencia de las crisis pudiera estar ligada a esa vinculación.

¿CRISIS FINANCIERAS DEL SIGLO XX O DEL XXI?

La crisis financiera asiática ha sido caracterizada por Michael Camdessus, director ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI), como la primera crisis del siglo XXI. Sin embargo, hay diversas similitudes en las características de esas perturbaciones que han marcado la historia del mundo después de Bretton Woods. Todas ellas han sido resultado de un notable incremento de las entradas de capital que al parecer no tienen conexión con algún cambio repentino de las condiciones económicas o los llamados fundamentos de política de un país, sino que más bien son efecto de una política interna de estabilización que da lugar a una aguda divergencia con relación al resto del mundo, ya sea en tasas de interés o ritmos de crecimiento.

Muchas de las políticas de estabilización interna se han acompañado de una liberalización de la economía y por ello el retiro de restricciones en la operación del mercado y la desregulación del sector financiero se han interpretado como una mejora de las expectativas de rentabilidad de la inversión, resultado de la percepción de una mayor solidez de los fundamentos. Sin embargo, las causas directas de los crecientes flujos parecen estar más ligadas al retiro de los controles sobre la cuenta de capitales y a la introducción de una política monetaria restrictiva, a las privatizaciones, a los movimientos opuestos en las tasas de interés de otros países y a la diversificación de las inversiones internacionales. En condiciones de una creciente competencia entre los bancos, éstos se han enfocado a las inversiones internacionales para incrementar su rentabilidad del capital y su participación en el mercado. La creciente competencia en el sector bancario es la fuerza detrás de la cual se encuentran los flujos de capital que son atraídos por los cambios en la política.

* *Università Degli Studi di Bologna, Dipartimento di Scienze Economiche <jkregel@americus.net / jan.kregel@unctad.org>*

Diferenciales de tasas de interés y de crecimiento

En Chile, la decisión de retirar los controles a los flujos de capital ante la presencia de una política monetaria severa, junto con la puesta en marcha de una política de tasa de cambio fija, atrajeron flujos masivos de capital que financiaron la privatización de activos estatales. Durante la crisis de la deuda de América Latina, el diferencial de las tasas de crecimiento, posterior a la crisis petrolera captó capitales que buscaban réditos más altos que los disponibles en el ámbito internacional debido a la recesión pospetrolera en las economías desarrolladas. En la crisis del sistema monetario europeo de 1992 la combinación de altas tasas de interés en Italia y en el Reino Unido con respecto a las de Alemania y Estados Unidos atrajo los fondos de arbitraje alentados por la decisión italiana de levantar todos los controles a los flujos de capital y adoptar la estrecha banda de tasa de cambio del régimen monetario europeo. En la crisis por el llamado efecto “tequila” de 1994, los flujos obedecieron a la política de bajas tasas de interés de Estados Unidos, así como a la firme política antiinflacionaria en presencia de una tasa de cambio fija estable, apoyada por la privatización de los bancos y otros sectores de la economía. Ello dio lugar a un auge en los precios del capital que poco tenía que ver con la utilidad interna, aunque sí mucho con la búsqueda de mayor rentabilidad y diversificación internacionales. La crisis asiática se originó en el mismo período; los bajos réditos estadounidenses a principios de los noventa motivaron a los inversionistas a buscar mayores rendimientos. Durante varios decenios los países asiáticos aplicaron exitosas políticas de estabilización, y sus altas tasas de crecimiento y de interés, junto con los problemas en América Latina, dieron lugar a grandes diferenciales que no pudieron resistir los inversionistas extranjeros. Por tanto, la existencia de grandes flujos de arbitraje que aprovecharon los diferenciales del rédito internacional parece ser una parte integral de cada experiencia de aumento repentino de los flujos de capital.

Los diferenciales de los tipos de interés, objeto de este estudio, no son tasas determinadas por el mercado, sino que por lo general son resultado de decisiones de política económica que influyen en las estructuras de las tasas. En la actualidad, es un lugar común afirmar que el flujo de capital en los mercados internacionales libres castiga a las políticas poco sustentables. Sin embargo, las divergencias de las tasas de interés que provocan estos flujos, en el caso de las crisis financieras, con frecuencia se han relacionado con estrategias para abatir la inflación interna o con políticas de “ajuste estructural” para preparar a un país a participar en el sistema de comercio internacional mediante la reducción de las tasas inflacionarias y el equilibrio de los déficit gubernamentales. En el caso de Estados Unidos en la década de los ochenta, el alza de las tasas tuvo como propósito eliminar la inflación, y su brusca caída a principios de los noventa tenía como objetivo restaurar la estabilidad del sistema bancario en condiciones de recesión.

Por ello, carece del suficiente fundamento creer que los flujos de capital basados en el arbitraje lograrán eliminar los dife-

renciales de las tasas de interés. Al contrario de lo que sucede con los flujos de arbitraje tradicionales, no habrá una autoeliminación, sino más bien una autorrefuerzo que dificultará la búsqueda del ajuste estructural. Dado que se arbitran tasas no establecidas por el mercado, juegan a un solo lado, en tanto exista la política. Sólo si ésta tiene éxito se autoeliminarán los flujos. Empero, a diferencia de los flujos de arbitraje tradicionales, en lugar de reforzar las políticas las debilitan.

Por ejemplo, las políticas fiscales y monetarias orientadas a controlar la inflación interna darán lugar a un diferencial creciente de las tasas de interés que atraerán flujos de arbitraje internacional, lo que incrementará el crédito interno y la liquidez. Ello contribuirá a compensar la política restrictiva, a menos que los fondos se esterilicen, para lo cual se requiere emitir una mayor deuda interna a una tasa de interés más alta. El primer efecto será el incremento de las reservas internas, lo que dará la impresión de una sólida tasa de cambio. En virtud de que las reservas se invierten a tasas internacionales, habrá un saldo negativo que habrá que financiar con un aumento del déficit presupuestario o la emisión de más deuda interna. Esto aumentará la presión sobre las tasas de interés, reforzará aún más el diferencial y presionará al alza el tipo de cambio, lo cual a menos que la política reduzca rápidamente la inflación, conducirá a una apreciación real que derivará en un aumento del déficit con el exterior. Déficit externo y fiscal crecientes y una tasa de cambio real apreciada, constituyen una combinación de política poco sustentable. Un cambio en los diferenciales, un impacto externo, algunas debilidades en la tasa de cambio o una mariposa que mueva sus alas en Borneo, pueden acelerar la decisión de los inversionistas de castigar a las políticas poco sustentables con el retiro de su capital. En tanto que las economías emprenden distintas políticas de ajuste debido a sus particulares condiciones internas o a la asimetría en el ciclo de negocios internacionales, los flujos de capital arbitrarán a lo largo y ancho de esas políticas. Eventualmente, el arbitraje hará insustentables las políticas, pero no mediante la eliminación de los diferenciales de interés.

Reversión de las entradas de capital

Otra característica común de las recientes crisis financieras es que el gran crecimiento de los flujos de capital es, a la larga, seguido de un igualmente cuantioso y rápido retiro cuando las condiciones que lo favorecieron desaparecen o las políticas de ajuste interno son poco sustentables. En Chile y América Latina el retiro del capital obedeció a la puesta en marcha de una nueva política monetaria en Estados Unidos que condujo a una notable apreciación del dólar. La crisis del régimen monetario europeo se debió a los crecientes déficit fiscal y externo de Italia y el Reino Unido, en tanto que en Asia obedeció a una combinación de las tasas extranjeras en aumento y a las condiciones de la balanza externa. La insustentabilidad de las políticas internas fue expuesta con el retiro de los fondos. Empero, ello obedeció en gran parte al efecto de los flujos en las con-

diciones de la economía. Un componente que por lo general acompaña el retiro de los flujos es el descubrimiento de la debilidad estructural en la regulación y vigilancia del sistema bancario.

Crisis bancarias

Por lo general las grandes entradas de capital propician una saturación de préstamos bancarios que una vez que se retiran los flujos da lugar a inestabilidad o al colapso del sistema bancario. Con frecuencia se culpa de esa inestabilidad a la inadecuada regulación nacional del sistema financiero o a la supervisión laxa del cumplimiento de las disposiciones. En las crisis chilena y mexicana de 1982, los supervisores y reguladores fueron incapaces de ajustarse con claridad a los cambios en la estructura y actividad de los mercados financieros. No existe un solo caso, en países desarrollados o no, en que los grandes incrementos de flujos hacia el sector bancario no hayan conducido a una saturación de préstamos, una caída de la calidad de los activos y un excesivo relajamiento del análisis de riesgo. Esto es tan cierto en la crisis de préstamos sobre bienes raíces de los bancos de Florida en 1927 como en todos los bancos y sociedades de ahorros de Estados Unidos a fines del decenio de los ochenta.

El exceso de préstamos es por lo general resultado de repentinos e importantes incrementos de los flujos de fondos o de la liberalización de los controles a las áreas susceptibles de recibir créditos. Por tanto, en varias crisis el crecimiento de los créditos bancarios fue resultado del acceso, por vez primera, de los bancos a un área de actividad antes restringida; el préstamo creciente sirvió principalmente para financiar el repentino incremento de los precios de los activos (burbuja de activos). Los precios de los bienes raíces y de las acciones se elevaron muy rápidamente en el caso chileno, como ocurrió antes de la irrupción del efecto "tequila" y la crisis en algunos países asiáticos. En casi todos esos casos, los bancos habían adquirido recientemente el derecho de realizar préstamos sobre propiedades comerciales y residenciales y de invertir en sociedades financieras y empresas con activos. Estas burbujas son una fuente adicional de inestabilidad, ya que los préstamos bancarios están garantizados con el valor de las propiedades. El reciente ingreso a dicha actividad con frecuencia revela la escasa experiencia de los funcionarios bancarios en el avalúo de propiedades y existe la tendencia a aceptar los precios del mercado, los cuales pueden estar muy por debajo de cualquier estimación confiable de valores de liquidación.

En todas las crisis, excepto en la del sistema monetario europeo, el retiro de los flujos de capital dio lugar a un colapso de los sistemas bancarios debido al excesivo nivel de préstamos, a la ampliación del crédito a las sociedades financieras y empresas con activos y a la burbuja asociada a los precios de activos, pero también a la existencia de importantes desequilibrios monetarios en los estados financieros u hojas de balance.

Préstamos en dólares

La cuarta causa más común de las crisis es que los flujos de capital fondearon préstamos en divisas. Los créditos en dólares dominaron la ampliación del crédito en Chile. La crisis de la deuda latinoamericana fue casi enteramente un préstamo en dólares de un sindicato de bancos y la crisis asiática también mostró una gran exposición en divisas. Sólo en la crisis europea estuvo ausente ese factor, dado que los inversionistas especulaban sobre las utilidades de activos extranjeros debido a los cambios en las tasas de interés. Pero incluso ahí la necesidad de cubrir el riesgo cambiario fue el factor que con el tiempo culminó en crisis. La exposición en moneda extranjera representa dos riesgos para la estabilidad: la tasa de interés, que normalmente es de corta duración y responde al rédito internacional, por lo que puede requerir un repago rápido y sustitución con crédito interno, y el riesgo del tipo de cambio. Las grandes fluctuaciones de éste pueden generar rápidas alteraciones en los pasivos, sin modificar sustancialmente los valores de los activos de bancos o empresas, sin ingresos externos. La depreciación de la tasa de cambio conduce a una pérdida inmediata del capital de bancos y empresas y un cambio suficientemente grande puede provocar no sólo su falta de liquidez, sino también su insolvencia. Dado que un repentino retiro de los flujos de capital por lo general resultará en una depreciación del tipo de cambio, habrá un incremento automático en la inestabilidad de bancos y empresas. La única forma de contener estas pérdidas será o repagar la deuda o cubrir el riesgo remanente, lo que requiere la compra de moneda extranjera, lo cual presiona aún más la paridad. Así, en los casos en que existe un monto importante de préstamos en moneda extranjera por parte de los bancos y endeudamiento de las empresas, los flujos de capital frecuentemente se acompañan con movimientos agudos en las tasas de cambio que producen, a su vez, quiebras de bancos y de empresas. Otro factor común también importante es el régimen de tasa de cambio y su ajuste entre tasas estables y flotantes.

Estabilidad de la tasa de cambio

La existencia de una tasa de cambio estable durante el período de entrada de capitales es otro factor común de las crisis. Con frecuencia dicha estabilidad es el simple resultado de los flujos mismos y del crecimiento de las reservas debido a la esterilización necesaria para preservar la política de estabilización interna. En Chile se fijaron las tasas de cambio como parte de una política para reducir el efecto de la inflación importada debido a la expectativa de futuras depreciaciones de la moneda. En Europa se presumían tasas fijas que se tornarían irrevocables, en tanto que en Asia hasta antes de la crisis había una experiencia de diez años de fijación de divisas, con una fluctuación de las tasas relativas de alrededor de 10% con respecto al dólar. En las crisis de América Latina el dólar presentó una debilidad crónica a lo largo del período de entrada de capitales. Por consiguiente, los flujos se refuerzan con la estabilidad cambiaria, como lo es el

crecimiento de los préstamos en moneda extranjera por parte de bancos y de empresas que los toman.

En este segundo aspecto, lo importante es el ajuste de los flujos de capital. El colapso del régimen de tasa de cambio o una modificación aguda del valor de las divisas extranjeras, como sucedió en Estados Unidos a principios de los ochenta, no sólo produce un retiro de capitales, sino que afecta directamente la estabilidad financiera de los bancos y empresas, lo cual, a su vez, provoca una presión adicional sobre la moneda. Por tanto, las alteraciones de las tasas cambiarias obedecen al efecto sobre las hojas de balance de los agentes económicos y no a las políticas de gasto. Esto provocará ajustes a las tasas de cambio más allá de lo que pudiera considerarse suficiente para producir un ajuste en la balanza externa y por tanto la especulación de mayores caídas domina el mercado.

Tipos de flujos de capital

Un factor que difiere significativamente a lo largo de las distintas experiencias es la forma de los flujos de capital. En Chile los préstamos provinieron de bancos extranjeros y se canalizaron a entidades nacionales; en la crisis de la deuda de América Latina los préstamos bancarios sindicados constituyeron la forma en que se recircularon los excedentes petroleros. Después de la crisis de la deuda, los préstamos bancarios prácticamente desaparecieron y se remplazaron por la emisión de bonos con interés fijo. Esto se inició con los bonos Brady, y con el tiempo las emisiones soberanas se utilizaron para pagar las deudas bancarias en circulación. En la crisis por el efecto “tequila” los flujos eran principalmente de cartera, o sea títulos de deuda pública y privada denominados en pesos. La crisis asiática representa el regreso de los préstamos bancarios al mercado mundial de capitales, en una gran proporción de corto plazo. Así, la forma de los préstamos ha completado el círculo, desde los bancos, préstamos sindicados y bonos soberanos, a flujos de cartera y nuevamente a préstamos bancarios. Los países asiáticos originalmente tenían altas proporciones de flujos de inversión directa y tras la crisis del efecto “tequila” se incrementaron de manera notable los flujos de inversión directa a América Latina.

Los vencimientos han transitado del corto y mediano plazos (algunos créditos sindicados alcanzaron hasta diez años) a bonos de largo plazo e incluso hasta préstamos a plazo indefinido. Las tasas de interés también pasaron de fijas a flotantes y viceversa. Sin embargo, a pesar de esas diferencias, hay un factor constante: la volatilidad de los flujos en períodos de crisis. Las distintas formas de los flujos de capital recibidos por un país no parecen representar una diferencia significativa en el efecto que éstos tienen en las condiciones locales y el subsecuente retiro de esos flujos.

Prestamistas y prestatarios

También hay diferencias en los prestatarios de los fondos. En Chile se trató principalmente de bancos privados y empresas,

aunque con frecuencia se sugiere que la crisis de la deuda de América Latina difirió de la otras debido al predominio de los prestatarios soberanos. Esto no es del todo correcto. Los bancos de Estados Unidos, los mayores prestamistas iniciales por medio de sindicaciones a América Latina, adelantaron dos terceras partes de sus créditos a prestatarios del sector privado. Empero, otros bancos prestaron casi exclusivamente a los gobiernos y cuando se presentó la crisis se dieron garantías públicas a los prestatarios privados para que la resolución final de aquélla estuviera a cargo de los bancos y los estados. La crisis del régimen monetario europeo involucró casi exclusivamente a prestatarios del gobierno, en tanto que la asiática se debió principalmente a créditos a prestatarios del sector privado, aunque varios de ellos estaban directa o indirectamente bajo el control gubernamental.

Se presume que la distinción entre préstamos privados o públicos es importante porque los créditos al sector privado responden a los incentivos del mercado y en consecuencia cualquier desequilibrio importante puede justificarse como resultado de la libertad del mercado. Este es el famoso principio de Lawson que dice que si existe una caída de los ahorros del sector privado que conduce a pedir préstamos al extranjero para financiar un déficit en la balanza de pagos, no se requiere tomar acción alguna para resolver el desequilibrio. Se presume que esto simplemente representa un aligeramiento del consumo, de tal forma que los ahorros privados se incrementarán en el futuro y rembolsarán los créditos, lo cual hace que la cuenta extranjera se revierta y registre un excedente en el futuro. De otra forma, si los préstamos externos deben financiar la importación de bienes de inversión, esto es, nuevamente, un caso de aligeramiento de la rentabilidad. Las altas tasas de rentabilidad esperada de la inversión actual producirán los ingresos para rembolsar la deuda externa. Sin embargo, los pronósticos pueden ser poco favorables y los futuros ahorros o las altas rentabilidades no se presentarán, permitiendo que el desequilibrio genere una crisis.

Se supone que los créditos públicos tienen motivaciones políticas o sociales y por ello no generan las ganancias requeridas para rembolsar el préstamo. Así, no sólo es el uso ineficiente de los fondos, sino la necesidad lo que determina la depreciación de la deuda. En general, la experiencia de las crisis recientes señala que el que los prestatarios sean privados o públicos no hace gran diferencia para que se presente una crisis.

Por cada prestatario existe un prestador. Como se señaló, la mayor parte de la historia del crecimiento de los flujos de capital en el período podría estar ligada a la crisis de la banca comercial de Estados Unidos y de otros países. A principios del decenio de los setenta los bancos sufrían la pérdida de la calidad de los prestatarios y bajos márgenes de interés. Los crecientes préstamos externos les dieron una oportunidad de aumentar dichos márgenes, lo que se consideró un riesgo aceptable. En el episodio de América Latina esto se tradujo en la idea de una ausencia de riesgo crediticio sobre préstamos soberanos. Se presentó, así, un aumento de la oferta de fondos a los prestatarios conforme los bancos intentaban aumentar su rentabilidad sobre activos mediante el incremento de sus préstamos externos. Desde

luego, éste no fue exactamente el caso. Empero, la solución a la crisis por medio de la emisión de garantías gubernamentales y bonos Brady proporcionó a los bancos la posibilidad de lucrar al comercializar los títulos en el mercado secundario y obtener cuotas sin riesgo y comisiones por la escrituración de las nuevas emisiones soberanas, así como el capital para los programas de privatizaciones gubernamentales. Por tanto, los nuevos papeles de los bancos en las crisis de América Latina de 1982 y 1994 reflejan que el crecimiento de ingresos mediante los márgenes de interés perdió importancia frente al crecimiento con menor riesgo de los ingresos por cuotas y comisiones. A ello se debió el cambio de los flujos a las carteras de inversión y que los bancos alentaran a los inversionistas a invertir en los mercados emergentes, en lugar de intermediar sus fondos para ser prestados en estos últimos.

Pero al ocurrir la crisis del régimen monetario europeo, los bancos se habían convertido en los fondeadores de los operadores de arbitrajes, por lo que mientras ellos usaban los fondos de los bancos, éstos asumían los riesgos del mercado. En la crisis asiática, los bancos formularon la estrategia de arbitraje mediante la comercialización de propiedades. Hay pocas dudas de que sin la presión para aumentar la rentabilidad del capital no se habrían presentado los grandes flujos de capital y su desplazamiento a otros países. La competencia en el sector bancario causada por la desregulación debe entonces reconocerse como la principal causa de la crisis financiera.

Una crisis típica posterior a Bretton Woods

Dado el gran número de factores comunes en las crisis en el período posterior a Bretton Woods es posible destacar las características de una crisis financiera típica: establecimiento de una política de estabilización interna, en la cual se restringe el crecimiento monetario, se recortan los presupuestos fiscales, se emprende la privatización y la liberalización de los flujos de capital y del sistema financiero y se agrega el uso de algún tipo de ancla para la tasa de cambio o un tipo de cambio fijo. Las altas tasas de interés crean un diferencial lo suficientemente amplio para atraer flujos de capital en arbitraje, lo que se revierte en un régimen cambiario con tasa de cambio semifija. Los bancos liberalizados pueden hacer préstamos internamente y las empresas nacionales solicitar créditos en el extranjero para evitar las altas tasas de interés internas, aunque elevan su exposición de riesgo en moneda extranjera. La apreciación real de la tasa de cambio debilita la balanza externa, en tanto que la intención de esterilizar los flujos de capital conduce a tasas de interés incluso mayores y a condiciones internas más débiles y, desde luego, a mayores déficit, pues los bonos nacionales para esterilizar los flujos de capital se emiten a réditos elevados. Con el tiempo las cuentas externas o el balance fiscal se salen de control o las condiciones locales se deterioran significativamente, creando un ambiente propicio para que un incremento de las tasas externas o una caída de las internas conduzca a una salida de los flujos de capital, un colapso de la tasa de cambio y una pérdida

masiva de capital en las hojas de balance de los bancos y las empresas con débitos en moneda extranjera. En un intento por cubrir esas pérdidas, la demanda de divisas crea un desequilibrio masivo y una caída libre de la moneda, produciendo bancarrotas empresariales y quiebras bancarias. Ésta es una crisis financiera típica del siglo XXI. No comienza con políticas insustentables, sino con el intento de aplicar políticas sustentables y termina con su fracaso debido al efecto de los flujos de capital. Dichas crisis han ocurrido cuando la estabilización se presenta como respuesta a la inestabilidad interna por medio de un programa de ajuste estructural del FMI, pero también cuando esas políticas se han aplicado con éxito en largos períodos, como en Asia.

La respuesta a las crisis financieras posterior a Bretton Woods

Una característica común de las respuestas a las dificultades de los sistemas bancarios nacionales ha sido, en primer término, conferir garantías gubernamentales a los depósitos y luego nacionalizar el sistema bancario. Esto ocurrió en Chile, en México en 1982 y, aunque en forma indirecta, en 1995. Estados Unidos también estuvo muy cerca de la nacionalización total de sus ahorros y del sistema de préstamos a finales de los años ochenta. Otros países escaparon a la nacionalización total, aunque en algunos se registraron grandes tomas de propiedad. En la crisis asiática actual, en donde no se privatizaron completamente los sistemas bancarios, los gobiernos han tenido que intervenir y al final asumir la propiedad de gran parte del sistema bancario. Es interesante que en Asia el proceso de liberalización comenzó casi al mismo tiempo que en Chile y aunque hubo algunas crisis (Tailandia en 1983, por ejemplo), no tuvieron el mismo efecto debido a la presunción de reformas a los sistemas regulatorios y a los comités de vigilancia.

Los países que contaron con el apoyo del FMI también presentan características comunes debido a que aplicaron políticas similares. La diferencia básica es la crisis de las sociedades de ahorros de Estados Unidos y la crisis del sistema monetario europeo.

Con todo y el reconocimiento de que la asiática no se parece a ninguna crisis previa, se le trató como una crisis "tradicional" de balanza de pagos, agravada por la debilidad estructural del sistema bancario. De hecho, el FMI considera que: "Frente a una crisis financiera el Fondo debe responder igual que con cualquier otro problema de balanza de pagos, pero la respuesta debe ser más rápida y posiblemente mayor que en un caso tradicional".¹ Una crisis tradicional de balanza de pagos se origina en un exceso de importaciones con relación a las exportaciones debido a la pérdida de competitividad y a una excesiva absorción interna, producto de una política de gasto expansiva. La respuesta incluye un ajuste a la tasa de cambio para restaurar la competitividad y

1. James M. Broughton, *From Suez to Tequila: The IMF as Crisis Manager*, WP/97/90, julio de 1997.

cambiar los gastos en importaciones a producción nacional; el logro de un excedente del presupuesto público para reducir el ajuste y la aplicación de un control del suministro de dinero para evitar que la inflación erosione el efecto benéfico de la devaluación en las exportaciones. Así, se tiene que restaurar el ingreso monetario y los flujos de gasto a los niveles de equilibrio. Los recursos que proporcione el Fondo supuestamente deben permitir al prestatario defender la tasa de cambio (existente) o fijar una nueva y complementar las reservas de divisas para pagar las importaciones requeridas hasta que un excedente de exportaciones produzca los ingresos suficientes para rembolsar los recursos. El FMI establece que se debe asegurar la existencia de un excedente lo suficientemente grande para el reembolso respectivo. Éste es el tipo de crisis a que se enfrentaron muchos países desarrollados en los cincuenta y sesenta, incluyendo al Reino Unido e Italia.

Sin embargo, lo anterior no corresponde a las crisis chilena ni a la de la deuda de 1982, cuando los problemas se debieron a los cambios en las condiciones externas y al efecto de los flujos de capital en la configuración de las políticas nacionales. En estas crisis el problema ya no se refería a generar los flujos necesarios de divisas mediante exportaciones netas crecientes, sino propiciar los flujos de capital requeridos para pagar el servicio de la deuda externa y su reembolso final.

La crisis mexicana de 1994 es más parecida a una crisis tradicional, dado que existía un gran déficit en la balanza de pagos y desproporción entre las importaciones de consumo y las de inversión. Pero la verdadera crisis provino del retiro de flujos de capital extranjero que puso en peligro la convertibilidad. De nuevo, el objetivo del FMI fue principalmente crear las condiciones para atraer los flujos de capital suficientes para evitar ese resultado. Así, se insiste en mantener altas tasas de interés para convencer a los inversionistas a “mantener la moneda”.

La crisis de Tailandia no obedeció a un déficit público excesivamente grande, ni a una pérdida de competitividad por una inflación excesiva. El presupuesto público estaba en superávit y la pérdida de competitividad, que sólo ocurrió después, se debió fundamentalmente a la sólida apreciación del dólar más que a una inflación nacional por una demanda excesiva. Tampoco hubo un desequilibrio en los gastos de consumo e importaciones en relación con las inversiones y las exportaciones, sino antes bien lo contrario. No obstante, en la inversión total había un creciente desequilibrio en favor de la construcción y los bienes raíces y en contra de las manufacturas exportables. Para financiar las inversiones en bienes raíces y especulativas se acudió a un importante incremento de los préstamos internos, lo cual fue posible gracias a los flujos de capital provenientes del exterior. El efecto de la inflación en los precios de los activos no fue distinto del que tuvo en Estados Unidos y Europa una década antes.

En estas condiciones, el ajuste en la tasa de cambio permitió eliminar el efecto de la revaluación del dólar, pero no podía provocar un efecto directo mediante el cambio del gasto. El control de los préstamos internos tampoco propició que la inflación afectara los precios de los activos financiados por los préstamos externos. De hecho, los intentos por reducir los préstamos in-

ternos con alzas de las tasas de interés sólo ocasionaron el crecimiento de los flujos de capital. La restricción presupuestaria tampoco mejoró las condiciones de la absorción nacional, pues el consumo no era excesivo y las inversiones estaban dirigidas por los flujos de capital y la ampliación de los activos. No obstante, el FMI había recomendado depreciar el tipo de cambio por algún tiempo, en tanto que el convenio de préstamo condicional incluyó una reducción en la expansión crediticia interna, un agudo incremento en las tasas de interés y un presupuesto público restrictivo.

La justificación para el uso de las políticas tradicionales ya aplicadas en crisis de balanza de pagos era ligeramente distinta. Se precisaba la restricción presupuestaria para financiar la recapitalización del sistema bancario sin poner en peligro el excedente y el alza de las tasas de interés para crear demanda para la moneda y restaurar los flujos de capital. El problema era cómo equilibrar de nuevo los flujos, aunque de manera ligeramente distinta.

En virtud de que los préstamos externos eran en su mayoría en moneda extranjera, sin la cobertura adecuada, la devaluación incrementó los pasivos nacionales de los bancos y de las empresas que tenían créditos con el exterior, aunque no se presentó ningún efecto o caída en el valor de los activos. Se registró una pérdida directa en el valor del capital, que afectó la liquidez y la solvencia. La depreciación también aumentó la carga de los intereses, lo que elevó de inmediato los activos extranjeros, con el consecuente deterioro de la balanza en moneda extranjera. Así, la pérdida de la riqueza privada se reflejó en las cuentas nacionales. No se trató de un problema de flujo sino de ajuste en los inventarios que creó flujos como parte del proceso de ajuste: dadas las nuevas tasas de interés y las reducidas expectativas de rentabilidad, el saldo de la deuda externa en circulación era muy grande como para respaldarlo con flujos de ingresos externos y, por tanto, hubo que reducirlo. Cuando los bancos y las empresas nacionales empezaron a pagar la deuda o a cubrir su exposición dieron lugar a un desequilibrio masivo de exceso de demanda en el mercado de moneda extranjera y a una continua devaluación en lo que era un mercado de un solo sentido. En forma simultánea, el incremento de las tasas de interés provocó la declinación de los precios de otros activos y, como con éstos se había garantizado el creciente endeudamiento, de inmediato se clasificó a éste como vencido, en tanto que los tenedores extranjeros revaluaron sus utilidades esperadas y vendieron sus posiciones de inversión.

Al tiempo que los bancos centrales intentaban aliviar la carga del refinanciamiento de las empresas nacionales otorgándoles más crédito, el FMI respondió a la presión sobre la tasa de cambio recomendando tasas de interés más altas para inducir a los inversionistas a mantener la moneda y restaurar la confianza. Sin embargo, el aumento del rédito incrementó las pérdidas en el balance de las empresas, así como su necesidad de rembolsar o cubrir rápidamente su deuda externa, lo que significó vender su moneda nacional. En este caso, las tasas de interés no afectan tanto a la demanda de activos como a la de cobertura. Con un gran inventario de deuda en moneda extranjera no hay tasa de in-

terés que permita aumentar la demanda de la moneda nacional más que la necesidad de los prestatarios y prestamistas de vender para evitar la quiebra. De hecho, el rédito más alto puede agravar el problema, cuando las empresas busquen crear liquidez con ventas apresuradas de inventario y reducción de costos vía recortes en la producción; así, la demanda interna se reducirá mientras que aumentan las ofertas que buscan una venta rápida. En esas condiciones, habrá poca presión en los precios e incluso parte del efecto de la depreciación podría absorberse en márgenes bajos. A corto plazo se agotarán los inventarios y se buscarán nuevas fuentes de suministro. Por tanto, ante la falta de una demanda excesiva previa, habrá pocas posibilidades de que se exacerbén las perspectivas inflacionarias y que requiera tasas de interés más altas para mantener el equilibrio. Las políticas "tradicionales" condicionadas al financiamiento pudieran haber contribuido directamente al fracaso para estabilizar rápidamente en nuevos niveles de equilibrio la tasa de cambio y, por ende, el contagio en la región asiática.

Además, los préstamos del FMI no eran suficientes para apoyar una nueva tasa de cambio, como en el caso tradicional. Su propósito era recuperar la confianza de los acreedores extranjeros para restaurar los flujos de capital. Pero los inversionistas foráneos requieren la garantía de liquidez, que en el caso que nos ocupa significaba la posibilidad de que los préstamos a corto plazo se rembolsasen con oportunidad. Por tanto, el Fondo no esperaba que el reembolso de los préstamos proviniera de un excedente en la cuenta corriente de la balanza de pagos, sino de una cuenta de capital positiva. Pero esto significa que el préstamo del Fondo debería emplearse para asegurar el reembolso a los prestadores extranjeros de corto plazo, dadas las grandes diferencias entre las reservas de moneda extranjera no existentes y la deuda de corto plazo en circulación. En lugar de una estabilización en la tasa de cambio o el financiamiento de la urgente importación de bienes y servicios, el Fondo de hecho financia préstamos para que se rembolsen a los acreedores extranjeros del mercado libre del sector privado. En lugar de garantizar la nueva tasa de cambio, el préstamo da garantías a los acreedores ex-



Hay pocas dudas de que sin la presión para aumentar la rentabilidad del capital no se habrían presentado los grandes flujos de capital y su desplazamiento a otros países. La competencia en el sector bancario causada por la desregulación debe entonces reconocerse como la principal causa de la crisis financiera

tranjeros, únicos que no pierden, pero que al igual que otros aceptan exponerse al riesgo. Así, además de la condicionalidad, el préstamo del Fondo no sirve para la estabilización cambiaria sino para asegurar el mantenimiento de la convertibilidad de la moneda nacional y rembolsar los créditos a los acreedores extranjeros, por ejemplo, al garantizar el libre flujo de capitales. El no distinguir entre crisis de balanza de pagos y crisis de los flujos y de la cuenta de capital, así como bursátiles, sólo contribuyó a un mayor desarrollo de esas perturbaciones.

Pero, ¿qué es lo que hubiera hecho el FMI? Es evidente que el problema se refiere a la distribución intertemporal. Un banco que sufre un asedio carece de la liquidez para rembolsar a cada depositante, pero si cuenta con el tiempo para permitir que sus inversiones se venzan, entonces puede hacerlo. El banco sólo estará en problemas si el valor de recuperación de su cartera es menor que el de sus pasivos a corto plazo, pues entonces es insolvente.

No hay evidencia de que cuando surgió la crisis alguno de los países asiáticos hubiera estado en una posición tal que lo incapacitara para rembolsar sus préstamos a corto plazo de haber contado con el tiempo suficiente para realizar sus inversiones. En resumen, esto empezó como una crisis de liquidez y no de solvencia (como fue el caso de América Latina en 1982). Sin embargo, las altas tasas de interés, la devaluación de la moneda y el menor crecimiento actuaron rápidamente en las instituciones financieras y en las hojas de balance de las empresas para crear una crisis de solvencia. La acción apropiada hubiese sido moverse rápidamente para resolver el problema intertemporal con una reunión con los acreedores y prestatarios para acordar una reprogramación, incluso antes de comprometer los fondos del FMI. Esto fue lo que finalmente requirió y logró Corea con un acuerdo con los acreedores para refinanciar una cantidad suficiente de préstamos a corto plazo para hacer posible el pago, dadas las reservas existentes y los excedentes de exportación acreditables. Pero hubiera sido mucho mejor iniciar el proceso con este tipo de negociaciones, en lugar de proporcionar el financiamiento para rembolsar a los acreedores y promover un paquete de préstamos condicionados que aseguraran un incre-

mento en las bancarrotas, pérdida de ingresos y una deflación de deuda.

Es interesante que en las postrimerías de las dos crisis que evitaron bancarrotas generalizadas, la crisis bancaria de Estados Unidos, Italia y el Reino Unido, después de la crisis del sistema monetario europeo, las extremadamente bajas tasas de interés, junto con las políticas fiscales expansivas, apoyaron al sistema bancario y alentaron la recuperación del crecimiento y el empleo.

LIBERALIZACIÓN SECUENCIAL Y PREVENCIÓN DE LA CRISIS

A pesar de que las políticas actuales no sólo han contribuido, sino agravado las crisis, la posición oficial es que sólo son resultado de los sistemas financieros que son demasiado débiles —y están mal regulados— como para aprovechar de manera integral los beneficios de los flujos internacionales de capital. Se ha sugerido que las crisis financieras podrían haberse evitado con una apropiada liberalización secuencial del sistema financiero.

Con las crisis de las economías del Cono Sur se percibió por primera vez la relación entre el orden o secuencia de la liberalización e integración hacia la economía global y la presencia de las crisis financieras sistémicas. Como resultado, la apropiada secuencia de las medidas de liberalización se consideró crucial para prevenir las crisis financieras. Sin embargo, 30 años después de la experiencia de Chile, las crisis financieras de los países en desarrollo que integran sus economías al sistema económico mundial parecen ser más frecuentes y más costosas en términos de producción y empleo. Esto sugiere que hay algo más importante que la apropiada secuencia de reformas económicas, aunque algunos prestigiados analistas siguen culpando a la inapropiada secuencia de la liberalización en el sector financiero del colapso de las economías asiáticas, aunque esa secuencia es resultado de la política oficial, de las instituciones de préstamo multilaterales y la recomendada, por ejemplo, por los expertos desde los ochenta.

Es verdad que todas las crisis financieras recientes en los países en desarrollo han ocurrido mientras se remplazaban las regulaciones gubernamentales al comercio exterior, el control y la propiedad de empresas privadas, así como la regulación del sistema financiero por mecanismos de disciplina de mercado mediante la privatización de bancos, así como el retiro de regulaciones gubernamentales para su operación. De hecho, un buen indicador de que hay una crisis financiera en potencia es la reciente liberalización de los servicios financieros.

La secuencia que generalmente se considera adecuada se inicia con la creación de regulaciones prudentes para las instituciones de supervisión del sistema financiero, previa a la privatización del sector financiero nacional bajo la férula de un banco central autónomo. Al mismo tiempo se disminuye la intervención del gobierno en la economía por medio de la reducción de su tamaño y sus déficit presupuestarios, en tanto que la responsabilidad de la demanda de crecimiento se transfiere a las

decisiones de inversión y consumo del sector privado. Para esto se requiere la privatización del sector productivo propiedad o bajo control del Estado y establecer mecanismos de competencia en el mercado interno. Con esto último se refuerza la que se realiza en el mercado nacional y las decisiones de demanda en ese ámbito pueden fortalecerse mediante la competencia extranjera resultante de la liberalización del comercio de bienes y servicios. El paso final del proceso es la apertura de los mercados financieros internos a la competencia foránea y la liberación de los flujos de la cuenta de capital. En términos sencillos, la visión convencional de la secuencia aludida es que la creación de una estructura regulatoria debe preceder a la liberación del sector financiero interno y la correspondiente a la cuenta de capital debe seguir a la de la cuenta corriente.²

¿Es factible una secuencia óptima?

Aunque la secuencia de las medidas de liberación proporciona una explicación coherente de las causas de las crisis financieras de los países que han buscado incrementar la integración mundial de sus economías como estrategia de desarrollo, no resulta claro que el ideal de la secuencia de reformas establecida con anterioridad sea por sí mismo viable. Primero, el cambio en la estrategia de desarrollo ocurrido en la mayoría de los países fue resultado de las crisis financieras sistémicas causadas por flujos de capital, en particular la crisis de la deuda de América Latina de 1982. Enfrentados a la opción de repudiar la deuda o intentar su reembolso en divisas, una decisión en el último sentido requería de la apertura de la economía para obtener divisas y atraer flujos de capital del exterior para refinanciar deudas. Las medidas de liberación no han sido parte de un plan de secuencia de medidas para transformar la operación de la economía, sino que más bien forman parte de un paquete de rescate financiero urgente que ha incluido programas de ajuste estructural formulados principalmente para crear las condiciones internas que permitan generar divisas mediante excedentes de exportación y crecientes flujos de inversión extranjera.

En segundo lugar, en los programas se recomienda por lo general reducir la deuda pública y el déficit. La única manera de cumplir con esos objetivos en el corto plazo es con la privatización acelerada de las empresas públicas y del sector financiero. Sencillamente no ha sido objeto de mucho estudio la creación de las salvaguardias institucionales apropiadas en la forma de regulaciones prudentes de los comités de vigilancia y órganos de supervisión con personal capacitado en materia de regulaciones bancarias y antimonopólicas para el sector productivo. Lo que se ha analizado es la creación de los flujos financieros externos en lugar de las instituciones apropiadas para un sector financiero fuerte. También hay presiones para transferir la toma

2. R. Barry Johnson, Salim M. Darbar y Claudia Echeverría, "Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea and Thailand", documento número 97/157, FMI, noviembre de 1997.

de decisiones de los organismos gubernamentales a los mecanismos del mercado. Por esto urge el retiro de restricciones y regulaciones antes de que las instituciones de mercado y los agentes estén plenamente desarrollados para permitir la entera expresión de incentivos privados. Con frecuencia la apertura de la economía nacional a la competencia extranjera se ve como una medida prioritaria para dotar de un estímulo competitivo a los productores nacionales para incrementar la productividad. En cuanto a la privatización, hay poco tiempo para permitir a los productores nacionales o a los nuevos propietarios de empresas antes controladas por el gobierno ajustarse a las nuevas condiciones de la competencia del mercado. Como es difícil permitir la privatización de empresas productoras cuando no existen instituciones financieras privadas nacionales que provean el financiamiento que antes otorgaba el gobierno, también hay presión para liberalizar ambas al mismo tiempo.

Incluso, dado que la mayoría de los países enfrentan la privatización cuando sus sistemas financieros internos se encuentran colapsados o desorganizados, la venta de los activos nacionales debe buscarse principalmente con compradores extranjeros o financiadas por medio de instituciones extranjeras. Pero para ello se requerirán garantías para la repatriación de utilidades y de capital, lo que precisa de una amplia liberalización de la cuenta de capital previa a la privatización del sector local. Los inversionistas extranjeros también requerirán de una estabilidad cambiaria, por lo que frecuentemente forma parte de la política. También se justifica porque se cree que permite aplicar una presión adicional en los productos internos y por tanto reducir la inflación nacional e importada. Sin embargo, al crear las condiciones para el libre flujo de capital, los mercados bursátiles frecuentemente se exceden y las tasas se aprecian en términos reales, propiciando un movimiento acumulativo en el que los exportadores son penalizados y la cuenta corriente se deteriora y la de capital se expande.

En resumen, no es del todo claro que las medidas de liberalización secuencial objeto de una propuesta ideal sean de hecho viables como una política o estrategia de desarrollo para una economía que busque un ajuste estructural que la prepare para insertarse al sistema de mercado global. La serie de secuencias que se requiere para satisfacer las medidas de ajuste a corto plazo después de una crisis es casi opuesta a lo recomendado por la reciente experiencia de las crisis financieras. Por lo tanto, los programas de ajuste estructural formulados para resolver las condiciones de crisis mediante la creación de un ambiente que atraiga grandes flujos de capital externos pueden, de hecho, requerir medidas de liberalización en secuencia que provean la misma base para una mayor inestabilidad financiera. Esto sugiere que mientras que una inapropiada secuencia pudo haber contribuido a las crisis financieras, no es una receta viable para su prevención, excepto en condiciones que seguramente no continuarán en la práctica. También se sugiere que un ajuste estructural rápido y la necesidad asociada de atraer flujos de capital externos pudieron haber contribuido más al resurgimiento de la inestabilidad financiera que cualquier tipo de inapropiadas decisiones de secuencia. De hecho, aunque la visión convencio-

nal de una adecuada secuencia en la liberalización se formuló originalmente con posterioridad a la experiencia de Chile de 1974 a 1982, no parece haber tenido seguidores, ni fue enfáticamente recomendada como un curso de prevención en cualesquiera de los países que han sufrido de crisis financieras subsecuentes, debido a que el acento se ponía en el ajuste estructural a corto plazo en lugar de edificar instituciones económicas capaces de permitir una economía de mercado que produjera la eficiente distribución de recursos.

SI LAS SECUENCIAS TOMAN MUCHO TIEMPO

El subsecretario del Tesoro de Estados Unidos, Lawrence Summers, ha puesto en consideración un enfoque y una solución nuevos a la idea de que los mercados financieros débiles han sido la causa de las crisis. “El caso de una liberalización de cuenta de capital es un caso de búsqueda del capital de inversiones con mayor productividad. En los últimos meses hemos visto en Asia —así como en otros países en otros tiempos— el peligro de abrir la cuenta de capital cuando los incentivos están distorsionados y la regulación y supervisión son inadecuadas. Los flujos que buscan oportunidades económicas relativamente valiosas son una cosa, pero otra los flujos que buscan garantías gubernamentales o asumidas conforme a la creencia de que estarán inmunes a los riesgos normales. La respuesta correcta a estas experiencias no es reducir el ritmo de la liberalización de la cuenta de capital sino apresurar la creación de un entorno en el que el capital fluya hacia su utilización más rentable. Así mismo, una de las mejores formas de acelerar el desarrollo de dicho sistema es abrirse a los proveedores de servicios financieros extranjeros y a toda la competencia, capital y experiencia que traen consigo. El recién firmado convenio de servicios financieros mundial demuestra que los países reconocen estos efectos benéficos de la liberalización externa”.³

El futuro depara grandes bancos globales organizadores de los flujos de capital a lo largo de los mercados nacionales. Pero en virtud de su tamaño difícilmente habrá más de una docena de ese tipo de instituciones. Cerca de dos terceras partes serán estadounidenses. El Grupo de los 30⁴ ya prepara la forma de desregulación y liberalización de esos mercados globales. Esta será la característica que dominará el panorama financiero en el próximo milenio. Puede concluirse, entonces, que la asiática no será la primera crisis del siglo XXI. Ésta se relacionará con la operación de los nuevos megabancos globales y no será, por ende, una crisis regional, limitada a Asia o América Latina, sino una verdadera crisis mundial. ②

3. Lawrence Summers “Comentarios del subsecretario Summers ante el Fondo Monetario Internacional”, *Boletín de Prensa de los Estados Unidos de Norteamérica*, 2286, marzo de 1998.

4. J.A. Kregel, “Comment on John Heimann”, *Globalization and Stable Financial Markets*, Banca Nazionale del Lavoro, núm. 284, marzo de 1998, y Group of Thirty, *Global Institutions, National Supervision and System Risk*, Washington, 1997.