

5
fragilidad financiera, crisis
y retos de la regulación
prudencial, algunas lecciones
de la experiencia reciente

MICHEL AGLIETTA

Correo electrónico: AGLIETTA@CEPII.FR

resumen / abstract

El autor sostiene que la globalización es una innovación mayor en los mercados financieros, pero que tal proceso comprende dos aspectos: la decisión política de desreglamentar y el proceso de aprendizaje de los agentes. Este último proceso puede tener dificultades importantes, y ello es fuente de riesgo sistémico.

The author holds that globalization is a major innovation in financial markets, which entails two aspects: the political decision to deregulate and the learning process of financial agents. The last one can meet important obstacles, and that is a source of systemic risk.

I. las fuentes de la fragilidad financiera no son exclusividad de los países emergentes

Las crisis bancarias combinadas con caídas de precios de los activos (inmobiliarios, bursátiles, et divisas extranjeras) han sido frecuentes desde hace dec décadas en la mayoría de países que han afrontado la liberalización financiera. La generalidad de fenómeno obliga a analizarlo con fundamento, no en hipótesis circunstanciales apropiadas para regímenes de transición, sino con hipótesis que tienen que ver con el funcionamiento de los sistemas financieros en su régimen permanente. Las crisis harían parte del dinamismo de las finanzas cuando los mercados de capitales están desarrollados. La experiencia histórica, con su larga lista de crisis financieras internacionales, le da respaldo a esta hipótesis.

No es una cuestión de poca monta el preguntarse qué se impone hacer delante de los desórdenes provocados por las crisis. Si las mismas son inherentes al modo de funcionamiento de los sistemas financieros liberalizados, sería vano tratar de eliminarlas, salvo que se acepte el restablecimiento de los controles a los movimientos de capital, el de las segmentaciones de las profesiones financieras y el racionamiento del crédito a los bancos comerciales. Si las crisis estallan en las finanzas liberalizadas, sin que se produzca un aprendizaje para preverlas, es porque están enraizadas en los comportamientos macroeconómicos característicos de este ambiente sin que sean materia de previsión.

Las crisis provienen de una incertidumbre radical sobre los efectos macroeconómicos de las interdependencias entre los agentes que operan en los mercados de capitales. Es, entonces, vano pretender eliminarlas a través de la puesta a punto de indicadores capaces de preverlas. La actitud prudencial frente a las crisis financieras debe ser de orden de la precaución, más que de la previsión. Para fortalecer esta perspectiva, es menester adoptar un punto de vista sobre la globalización financiera, es decir, sobre la combinación de liberalización de los sistemas financieros y su integración, que la defina como una innovación sistémica.

a. la globalización financiera es una innovación sistémica

Esta innovación modifica los comportamientos de todos los agentes económicos, ya sean o no profesionales de las finanzas. El problema mayor que las finanzas deben resolver es el de la tensión entre los requerimientos de liquidez de los agentes económicos para efectuar sus pagos, y la necesaria inmovilización del capital para que éste pueda ejercer su poder de crear valor. Los sistemas financieros se organizan para superar esta tensión. Pero eso sólo pueden hacerlo poniendo en marcha dos principios fundamentales, y sólo dos.

El primero es un *principio de intermediación*. Las colocaciones líquidas se transforman en inmovilizaciones gracias a las instituciones financieras, bancos o entidades ligadas a ellos. Según este principio, los ahorradores son remunerados con un rendimiento bajo y estable. La contrapartida de la baja remuneración al ahorro es su seguridad. La misma es función del seguro de depósitos y del acceso privilegiado de los bancos al prestamista de última instancia, según el principio de "too big to fail". La baja remuneración al ahorro permite un bajo costo de capital a pesar del margen de intermediación bancaria. Como los intermediarios mantienen los créditos hasta su vencimiento, no hay mercados secundarios. La evaluación de los activos se hace a valores contables convencionales. La gestión microeconómica del riesgo de crédito por parte de los bancos se hace a través del control individual de deudores (*monitoring*), en el marco de relaciones continuas de clientela. Las tensiones macroeconómicas se manifiestan por los ciclos inflacionarios del embalamiento del crédito bancario en los mercados de bienes. Es el riesgo inflacionista, pero no la fragilidad financiera, que es el síntoma de los disfuncionamientos en esta lógica financiera. El banco central organiza el racionamiento de crédito por diferentes canales para combatirlo.

El segundo es un *principio de mercados secundarios*. Los derechos sobre los activos inmovilizados, derechos de propiedad o de deuda a cambio de las



deudas emitidas en los mercados primarios, son transformados en activos líquidos gracias a los mercados secundarios. La resolución de la tensión depende, pues, de la profundidad de esos mercados secundarios y de la talla de los portafolios diversificados de los inversionistas institucionales, factores determinantes en la liquidez de los mercados. Cuando los sistemas financieros se organizan con preponderancia de este segundo principio, la evaluación de los activos y la gestión de riesgo cambian profundamente en relación con las dinámicas de los sistemas regidos por el primero.

La valoración de los activos se efectúa a precios de mercado (*mark to market*). Cambia, pues, constantemente, lo que acarrea una interdependencia entre los riesgos de crédito y los riesgos de volatilidad de los valores de las posiciones de activos en los mercados secundarios. Los contratos de deuda cuyos soportes son títulos negociables se establecen en la transacción. Borran toda relación de clientela entre prestamistas y prestatarios. Los prestamistas mantienen portafolios diversificados de acreencias negociables. La valoración del riesgo de mercado se vuelve estadística, una prolongación de la teoría de la diversificación óptima de portafolio. Surge una nueva métrica del riesgo: el valor en riesgo (*value at risk o VaR*). Los mercados de derivados tienen un desarrollo espectacular y adquieren una importancia crucial en la gestión de riesgo y en la obtención de liquidez. Ellos ligan los mercados de capitales de diversos plazos y clases de riesgos (los *swaps*); modifican los perfiles de riesgo (opciones), crean efectos de apalancamiento muy importantes (mercado a término OTC).

Los mercados de mostrador hacen jugar un gran papel a los intermediarios de mercado (banca de inversión, grandes bancos comerciales, comisionistas) para regular la liquidez de los mercados de derivados. Esta organización en la que los mercados de derivados han adquirido un lugar preponderante da una gran importancia a las posiciones fuera de balance, cuyos costos y riesgos son muy poco conocidos. Esta finanza de mercado tiene una lógica muy diferente a la finanza intermediada. Los inversionistas institucionales, que reúnen los fondos de ahorro, tienen el mayor poder. Buscan la mejor relación retorno-riesgo de los



portafolios. Tienen una gestión activa de reacomodamiento de sus estructuras de deudas y haberes. Ejercen una fuerte presión sobre los prestatarios para obligarlos a dar las rentabilidades esperadas.

b. el cambio de lógica acarrea la fragilidad financiera

Existe, en primer lugar, y de manera incontestable, un problema de aprendizaje organizacional. La innovación sistémica, que constituye el cambio de lógica financiera, crea serias perturbaciones entre los actores financieros. Esas perturbaciones han sido tanto más fuertes en la medida en que estos sistemas financieros eran más eficaces en la lógica de la transformación bancaria. Tal fue el caso de los países emergentes asiáticos, así como el del Japón, los países de Europa Latina, etc. Todos han asistido a crisis financieras en el curso de la desregulación financiera.

Desreglamentar es un acto discrecional de un gobierno. Pero modificar la organización de los establecimientos financieros, la gestión de los prestatarios, los sistemas de control de riesgo, los criterios de evaluación, cambiar los mecanismos incentivos y las competencias del personal son evoluciones de largo plazo. Es indiscutible que esas transiciones de comportamiento han agravado la incertidumbre debida a cambios estructurales. Pero allí no está lo esencial. Está en la fragilidad financiera, que es constitutiva de la provisión de liquidez por los mercados secundarios. Varios factores alimentan esta fragilidad.

La búsqueda de una muy elevada rentabilidad del ahorro acarrea una fuerte dependencia recíproca entre las variaciones del precio de los activos financieros y el efecto de apalancamiento del crédito. La dinámica misma de los precios de los activos tiene un fuerte componente especulativo, bajo la influencia de la competencia de gestores de fondos y de bancos que regulan los mercados de derivados. Entre mayores son las compras de contratos por parte de los clientes para modelar sus perfiles de riesgo, mayor es la concentración de riesgos de los

5

market makers. Esta concentración se vuelve involuntaria frente a movimientos imprevistos de precios en los mercados de subyacentes, que precipitan transacciones en el mismo sentido en los mercados de derivados.

En presencia de dinámicas especulativas, la liquidez de los mercados secundarios depende de la confianza de los inversionistas en su capacidad de liquidar sin pérdida sus posiciones, de su aptitud como hacedores de mercado, de portarse como contrapartida de las órdenes de venta y encontrar ellos mismos contrapartidas deseadas de comprar el riesgo de volatilidad del precio de los activos. Esta confianza es, pues, endógena a la coordinación de las anticipaciones de los participantes en el mercado. Ella se modifica abruptamente cuando surge una duda sobre la opinión común prevaleciente hasta ese momento. En razón de que la liquidez no existe sino cuando no todos los participantes quieren probarla y debido a que cada cual querrá probarla si piensa que los otros van a hacerlo, dicha liquidez se evapora cuando todo el mundo quiere transformar la virtualidad en realidad. De allí que los mercados secundarios se ven sometidos a un vaivén entre fases eufóricas, durante las cuales el riesgo de liquidez es subestimado, y fases de repliegue, durante las cuales los operadores quieren salir, cueste lo que cueste, de mercados que intuyen ilíquidos.

Cuando esta vuelta se produce, se desencadenan ataques especulativos en los mercados en los que la confianza se ha deteriorado. La baja muy fuerte e inesperada de precios provoca pérdidas bajo la presión de ventas unidireccionales. La diversificación de portafolios lleva a que las pérdidas sobre ventas de activos en un mercado repercutan en otros, y provoquen cascadas de ventas. La correlación de riesgos se eleva con rapidez entre los mercados atacados y la huida hacia mercados suficientemente profundos provoca retiros brutales de capital y reasignaciones que concentran portafolios antes diversificados.

Se puede, entonces, definir la fragilidad financiera como la combinación de tres elementos cruciales: la sub-evaluación de riesgos interdependientes y endógenos, los apalancamientos de deuda que precipitan la inquietud acerca de la liquidez,

5

la correlación de riesgos que desencadena los procesos de contagio. La interdependencia latente de esas tres características constituye el riesgo sistémico. La realización efectiva del riesgo sistémico por la deterioración de la confianza que provoca la carrera a la liquidez en un mercado secundario particular, es un acontecimiento sistémico, conocido más comúnmente como crisis financiera.

II. las crisis financieras tienen diferentes orígenes, pero exhiben una lógica común de destrucción de la liquidez

Toda crisis financiera es una crisis de liquidez que provoca un cambio en las condiciones de equilibrio. Las condiciones de fragilidad subyacentes y los mercados vulnerables son diferentes de una crisis a la otra. Pero la forma de los procesos desencadenados por las reacciones a la falta de liquidez es común a ambas.

a. las crisis como rupturas del equilibrio

Las crisis provocan cambios en los precios de los activos y en los flujos de capital que no guardan relación con las variaciones precedentes de los agregados macroeconómicos conocidos como "fundamentals". Lejos de ser una fluctuación dentro del equilibrio, el regreso desde una cima del ciclo, la crisis es un salto entre equilibrios discontinuos. La posibilidad de equilibrios múltiples es la precondición de las crisis financieras. Éstas son el paso de un "buen" equilibrio, sostenido por anticipaciones optimistas sobre los precios de los activos financieros en el porvenir, a un "mal" equilibrio en el cual al menos unos cuantos mercados fallan y algunas economías se deprimen.

Según el tipo de sistema financiero, la naturaleza de los deudores y los regímenes cambiarios, las crisis financieras han sido clasificadas en generaciones. Estas se refieren a los modelos que han sido propuestos para ilustrar la multiplicidad de equilibrios y a los determinantes de la vulnerabilidad a la ceterioración de la confianza.

En las crisis de primera generación, los deudores son soberanos y están endeudados en divisas extranjeras. La calidad del endeudamiento depende de la aptitud del país para ganar divisas. Ésta resulta de la evolución de las variables macroeconómicas, identificables y conocidas para todos los prestamistas: los déficits públicos anunciados y previstos, los ritmos de creación monetaria y las previsiones de inflación, el déficit de balanza corriente y los tipos de cambio reales. Una fuente de vulnerabilidad se encuentra en la existencia de un régimen de cambio fijo o rígido para atraer los capitales extranjeros y en el compromiso de las autoridades para defender ese régimen. Es el acoplamiento del régimen cambiario y de endeudamiento en divisas extranjeras el que acarrea la posibilidad de equilibrios múltiples. Si el régimen de cambio existente constituye un equilibrio, el tipo de cambio flexible virtual que permite el reembolso de la deuda adquirida constituye un segundo equilibrio. Cuando este tipo de cambio implícito está más depreciado que el tipo sostenido por el gobierno, el país es vulnerable a una crisis de balanza de pagos.

La inquietud sobre la liquidez depende del nivel de reservas cambiarias frente a los pagos en divisas que deben efectuarse a corto plazo. Cuando los especuladores están convencidos que las reservas se van a agotar y ello implicará el paso a un tipo de cambio mucho más bajo, la corrida contra las reservas se produce suficientemente temprano para que la totalidad de los especuladores compartan las reservas restantes sin incurrir en pérdidas. Sin embargo, las crisis del endeudamiento soberano de los 80 han probado ampliamente que esta racionalidad de los acreedores en las crisis era ilusoria. Los bancos cayeron en la trampa de la cesación de pagos de México en agosto del 82. Es que existe con frecuencia incertidumbre sobre la capacidad del prestatario soberano a obtener

nuevos créditos para reconstituir reservas, con la garantía del FMI o a través de los créditos "políticos" del G-7.

Las crisis de segunda generación son calificadas como "autorrealizadoras", porque los equilibrios múltiples no están determinados por la insolvencia de un gobierno a partir de la observación común de la deterioración de las variables "fundamentales". Los equilibrios posibles son conjeturales, es decir, condicionados a la manera en que se coordinan las anticipaciones. Las crisis del franco francés de 1992 y 1993, las crisis del dólar de Hong-Kong, en octubre del 97 y en la primavera de 1998, son de este tipo. Los escenarios de equilibrios múltiples conjeturales se forman entre los participantes del mercado cambiario. Su materia prima es el juicio que se hacen los especuladores sobre el costo de la defensa del tipo de cambio contra un ataque especulativo. Los especuladores pueden concebir la viabilidad de un ataque especulativo si se convencen mutuamente que el costo de la defensa del régimen cambiario será prohibitivo en caso de ataque y que las autoridades preferirán validar la modificación del régimen cambiario. En este tipo de crisis, la incertidumbre sobre la fecha del ataque y su resultado es radical. La cuestión crucial en el desenvolvimiento de la crisis es la liquidez que podría reunir las autoridades de la moneda que es objeto de ataque. Si se presenta insolvencia en el sistema financiero, ella es producto de demerito cambiario que en caso de victoria especulativa, no es preexistente.

Las crisis de tercera generación son las más frecuentes, según muestra la historia. La vulnerabilidad a la crisis de liquidez es una fragilidad financiera que concierne al endeudamiento privado. Más arriba se vio que esta fragilidad es más probable cuando la innovación sistémica, que es el desarrollo de la finanza de mercado, le toma ventaja al aprendizaje organizacional de los actores financieros. Pero estas crisis no están limitadas a las épocas de transición. Marcan la totalidad de la época del patrón oro durante los cuarenta años precedentes a la Primera Guerra Mundial. Lo que ocurre es que la fragilidad financiera no se detecta con ayuda de las variables macroeconómicas incontestables y conocidas de todos. Retomando los tres elementos determinantes de la fragilidad financiera, se pueden



hacer los siguientes señalamientos: la sub-valoración del riesgo proviene de la imposibilidad de incorporar las externalidades (riesgo moral) ligadas al riesgo de crédito en las condiciones de anonimato del endeudamiento a través del mercado; es, pues, imposible definir a priori un apalancamiento de deuda excesivo; las correlaciones entre los riesgos no son visibles antes del desencadenamiento de la crisis. Hay, pues, lugar para equilibrios conjeturales múltiples sobre los grados de fragilidad financiera. En el caso del endeudamiento internacional en divisas, un ataque que provoca el cerrumbe del tipo de cambio hace insolventes a los deudores en divisas extranjeras y valida la anticipación de fragilidad financiera. Aquí también la crisis de liquidez es impredecible, y hay un efecto de contagio por deterioro de la confianza en los sistemas financieros juzgados análogos.

b. el contagio en las crisis

Cuando una ruptura se produce en un mercado secundario de un activo financiero (cambiario, bursátil, inmobiliario, de bonos públicos o privados), en un segmento cualquiera de un conjunto de mercados integrados, la crisis de liquidez se disemina en este conjunto. En efecto, los métodos estadísticos de evaluación de riesgo, que son comunes a todos los participantes, sólo dan una señal: ¡vendan! Esta señal es el resultado de la cobertura dinámica del riesgo cuando la pérdida potencial sobre el valor del portafolio expuesto al riesgo crece fuertemente con el aumento brutal de la volatilidad sobre ciertas categorías de activos. Es menester vender los activos que se han vuelto muy arriesgados y replegarse sobre la calidad, es decir, sobre los activos menos sensibles al cambio en la estructura de precios resultante del cambio en el equilibrio.

Hay, pues, en la crisis una disminución sensible de la diversificación de los portafolios. La amplitud de la propagación entre el mercado que originó la crisis y los otros mercados, que se vuelven similares, depende del incremento de la correlación de riesgos provocada por el aumento conjunto de la volatilidad. Existe



un repote de las ventas de un mercado hacia el otro. La cascada de ventas y la espiral de baja de precios se alimentan el uno al otro. Se puede hablar de crisis de valoración en el sentido de que los especuladores que serían susceptibles de comprar los activos a precios depauperados están confundidos sobre la naturaleza de la caída, y no saben si se trata de un movimiento temporal o de una evolución brutal hacia un nuevo equilibrio. En la duda, se abstienen de desencadenar una corriente de compras. La consecuencia es que los precios caen, arrastrados por ventas unidireccionales. Se trata, con caridad, de una falla de coordinación en los mercados.

La razón de esta falla es el incremento brutal y masivo de la necesidad de liquidez de los operadores que tienen posiciones en los mercados donde los precios bajan y se presenta incapacidad de los mercados para proveerla. Las necesidades de liquidez provienen de los llamados de margen en los mercados de derivados o del retiro o la no renovación de líneas de crédito acordadas por los bancos, que habían permitido a los inversionistas tomar posición sobre activos, altamente apalancados. La restricción del crédito, con la baja de valor del colateral, constituye un círculo vicioso que obliga a liquidar activos de manera catastrófica sobre otros mercados y refuerza el contagio. De allí se puede seguir una destrucción de la confianza frente a todos los mercados de activos, salvo los de títulos públicos más profundos de los países de Occidente, tal como ocurrió en septiembre de 1998 en respuesta a la cesación de pagos sobre la deuda pública y bancaria rusa. El peligro extremo de una huida radical hacia la liquidez deriva del violento incremento de las primas de riesgo, que se amplían sobre todas las formas de deuda privada.

El conjunto de agentes económicos endeudados a corto plazo o a tasas variables y que deben renovar sus deudas, se puede encontrar en riesgo de quiebra a causa del costo prohibitivo del endeudamiento. Si el pasivo de sus balances no puede sostener el activo, como fue el caso en 1932-1933, por ejemplo, deben entonces vender todo lo que puedan liquidar. La deflación se extiende entonces a los mercados de bienes, por excesos de ventas de segunda bienes



inmobiliarios, bienes industriales). La contracción general de los balances (*meeting-down*) conduce a buscar la moneda por sí misma, y acarrea la depresión económica.

III. las vías y los medios para reducir la fragilidad de los sistemas financieros

Las crisis financieras son, como se ha visto, imprevisibles y sus costos sociales muy elevados si la pasividad de las autoridades monetarias permite el desarrollo del contagio. El riesgo sistémico justifica, pues, una acción pública sobre los sistemas financieros. Esta acción no cae en el ámbito de la previsión, sino en el de la precaución. Es un dispositivo redundante de medios para contener los procesos destructores que se propagan en los mercados financieros. Debe tener un alcance internacional. Ese dispositivo debe ser desplegado en dos direcciones. Hay que reducir la vulnerabilidad a las crisis, sometiendo a los mayores participantes en los mercados a una supervisión prudencial mucho más rigurosa que la hasta ahora vigente. Hay que asfixiar en el huevo las crisis de liquidez que se insinúan, gracias a la asistencia del prestamista de última instancia (PDR).

a. reducir la vulnerabilidad a las crisis

La redundancia de los medios es esencial. Debe manifestarse para reducir la fuerza de la fragilidad financiera en las exposiciones de los agentes financieros al riesgo y en el funcionamiento de los mercados.

Una acción de largo plazo consiste en implantar la supervisión prudencial en los sistemas financieros de los países emergentes, que se ha mostrado prácticamente inexistente o en todo caso subdimensionada en relación con el grado de desregulación alcanzado. Sin embargo, esta acción no podría ser producto



de una imposición del FMI. Ello constituiría una intromisión intolerable en la soberanía nacional. De otra parte, el FMI no tiene ninguna competencia en el riesgo bancario ni mandato alguno para tratar con los agentes privados. El único método concebible consiste en invitar a los reguladores de los países emergentes a participar en los trabajos del Comité de Basilea, que elabora las normas prudenciales internacionales en una negociación continua con las profesiones financieras. Consiste también en abrir la adhesión al Banco de Compensación Internacional por parte de los bancos centrales de los países emergentes que así lo soliciten y en formar, dentro de este marco, a los supervisores bancarios de esos países.

La fragilidad financiera más devastadora en los años 90 derivó del acoplamiento de endeudamiento de corto plazo en divisas extranjeras y regímenes de cambio rígidos. Ello provoca ingresos de capitales excesivos, atraídos por rendimientos transitorios elevados. Este es el terreno más favorable para que existan equilibrios múltiples, para que exista, pues, un riesgo sistémico latente. Reducir la exposición al riesgo, implica la introducción de controles al ingreso de capitales extranjeros. Esos controles deben ser flexibles y modulables, en función de la situación financiera. Pueden adoptar la forma de reservas obligatorias sobre los depósitos en divisas de los bancos locales o de límites al financiamiento en divisas de las empresas.

La responsabilidad de los regímenes cambiarios rígidos en la mayoría de las crisis de los últimos años (SME, México, Rusia, Brasil) ya no necesita ser demostrada. Es necesario concebir regímenes de cambio más flexibles, es decir, flexibles pero manejados por los gobiernos: un tipo de cambio de referencia no anunciado y variable a través del tiempo para preservar la competitividad y los medios de intervención negociados con bancos internacionales bajo la modalidad de fuertes líneas de crédito contingente ligados al endeudamiento en divisas. Tales líneas de crédito, convertidas en obligatorias por los gobiernos de los países deudores, como condición atada al crédito en divisas buscado por los prestamistas privados de esos países. Dichas líneas tendrían la ventaja de imponer una tasa



implícita a las entradas de capital, puesto que serían costosas. Como serían movilizadas por deudores solventes, pero ilíquidos, constituirían una primera línea de defensa cuando se desencadene una crisis de liquidez.

La disposición más importante, y la menos propuesta, consiste en reforzar sensiblemente la supervisión de los bancos internacionales. La responsabilidad de estos organismos en la crisis financiera asiática es aplastante, aunque nunca se mencione, pues es más cómodo echarle toda la culpa a los prestatarios. Sin embargo, es evidente que esos bancos (sobre todo los europeos) se comprometieron en forma masiva, con frecuencia bajo la forma disimulada de contratos de derivados fuera de balance, en créditos de corto plazo y que sus sistemas de control de riesgo no anticiparon la crisis. Reforzar la supervisión está, pues, más que justificado.

Ello atañe al club de supervisores de los grandes países de Occidente, que supuestamente coopera en el Comité de Basilea. Las disposiciones por adoptar son conocidas. Es un asunto de voluntad política compartida. Hay que aumentar sustancialmente las provisiones de capital para los portafolios que incorporen posiciones volátiles. Hay que reforzar grandemente la información de supervisores sobre la exposición al riesgo que asume la forma de contratos de derivados. Hay que controlar la gestión interna de riesgo por parte de los bancos para que ésta aplique sistemáticamente pruebas de estrés, con escenarios extremos y para que los resultados de esas pruebas sean incorporados a la tarificación del riesgo y a los límites de crédito. Es necesario, finalmente, aplicar acciones correctivas precoces a los bancos en los cuales los supervisores detecten anomalías en la exposición al riesgo. Eso implica que los supervisores mismos estén dotados de las competencias suficientes y estén obligados a dar resultados.



b. pensar de nuevo la función de prestamista de última instancia

La globalización financiera trajo al primer plano el problema del prestamista internacional de última instancia. Ella desarrolla el papel de los mercados financieros y del endeudamiento en divisas extranjeras. El crédito internacional nace de los acreedores privados y de los deudores privados. Esta finanza de mercado es vulnerable a las crisis de segunda y de tercera generación, para las cuales los problemas de liquidez son cruciales.

La vía a la que se apegan las reflexiones oficiales para mejorar el tratamiento de la crisis, que fue catastrófica en Asia, es la de extender aún más el dispositivo puesto en marcha en los ochenta. Se trataba, entonces, de crisis de deuda soberana bajo la forma de créditos bancarios tradicionales a prestatarios públicos o garantizados por el Estado, pues el sector privado estaba sometido a los controles de capital. En esas crisis de primera generación, en las que no se planteaba el problema de la fragilidad financiera de los países deudores, los gobiernos del G-7 delegaron al FMI la defensa de los intereses de los bancos acreedores. El FMI piloteó los problemas de ajuste macroeconómico de los países endeudados, de suerte que las acreencias bancarias siguieran teniendo buena calidad. No sólo no se planteaba el problema del prestamista de última instancia, sino que, además, los crecientes financiamientos del FMI maximizaron el problema del riesgo moral de los bancos.

Esas crisis de deuda soberana no planteaban el problema del prestamista de última instancia y nada tenían que ver con la fragilidad de la globalización financiera, que se relaciona con las dinámicas de los mercados. Este último problema requiere, en efecto, de un prestamista de última instancia que restablezca la confianza en los mercados secundarios. Este tiene que ser un agente con



capacidad de poner inmediatamente a disposición del mercado un monto no predeterminado de liquidez en función de un diagnóstico sobre la presencia del riesgo sistémico.

Este diagnóstico sólo es concebible si el prestamista de última instancia (PLI) tiene una presencia permanente en los mercados por su vigilancia de los bancos y por las operaciones de política monetaria. El PLI debe preocuparse por contener el riesgo moral. Debe hacerlo de dos maneras. Una es la ambigüedad constructiva sobre si habrá o no intervención de última instancia. La otra consiste en la organización de clubes bancarios que involucren a los bancos actuantes en el mercado en crisis en el apuro de liquidez, de suerte que se interiorice entre los participantes la necesidad de salvaguardar el mercado. Esta línea de defensa es factible gracias a la autoridad del banco central sobre los bancos comerciales que caen bajo su jurisdicción.

Estos principios del préstamo de última instancia son conocidos desde hace dos siglos. Cabía, empero, recordarlos pues llevan a una conclusión ineludible: *el FMI no puede ser el prestamista de última instancia de los mercados globalizados*. Sus estatutos, sus misiones, la condicionalidad política de sus financiamientos, su incapacidad de crear instantáneamente moneda, toda la razón de ser de su práctica se encuentra en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, y no en la preservación de la liquidez de los mercados.

Una vez aclarado ese tema, hay que decir que el prestamista de última instancia no puede ser una institución internacional, puesto que el PLI es una función monetaria. Ahora bien, los mercados financieros están integrados a través de los cambiarios, pero las monedas están separadas. *Se sigue de allí que el PLI internacional solo puede ser una red de cooperación contingente entre los bancos centrales*. El Banco de Compensación Internacional puede proveerle a esa red información sobre las posiciones consolidadas de los bancos internacionales y un análisis del riesgo sistémico que ayude a formular, dentro de la urgencia, los diagnósticos. Por otra parte, las zonas de atracción del dólar y pronto las del euro



hacen de la Reserva Federal y del BCE los prestamistas de última instancia preponderantes para un gran número de situaciones de mercado. Esas redes están ampliamente centralizadas en cada zona de influencia bajo la forma de relaciones bilaterales entre bancos centrales periféricos y el banco central de la divisa clave de la zona. La cooperación entre los dos grandes bancos centrales será el dispositivo líder en las crisis de incidencia global.