

La crisis actual del sistema financiero

Alexandre Lamfalussy (*)

Mi propósito en esta intervención es reflexionar sobre las manifestaciones más generales de la crisis actual de nuestro sistema financiero, y me propongo hacerlo en tres partes. Primero, dirigiremos una mirada retrospectiva a donde estábamos después del estallido de la crisis en Rusia, a finales de agosto y en septiembre de 1998. Veremos a continuación dónde nos hallamos tras la muy sorprendente y notable recuperación de los índices bursátiles que ha tenido lugar durante finales de octubre y principios de noviembre, y si está o no justificada la reaparición de la euforia. Y, finalmente, me gustaría mirar hacia adelante con una perspectiva a largo plazo y pensar en voz alta sobre nuestra capacidad para poner en marcha un sistema para prevenir la crisis y, quizá, para un mejor manejo de sus manifestaciones.

La situación que se presentó en la segunda mitad de agosto de 1998, y que continuó en términos generales hasta noviembre del mismo año, fue francamente preocupante. Por una parte, teníamos manifestaciones de crisis en los mercados emergentes, que ya habían hecho su aparición un año antes en Asia, comenzando por Tailandia, que todavía no se encontraban totalmente bajo control. Se produjo al mismo tiempo la explosión, o mejor dicho, la implosión de todo el sistema financiero y monetario ruso. Se creó con ello un peligro inmediato de contagio en otros países emergentes, especialmente en los más sensibles, como Brasil y el resto de Latinoamérica, pero todo ello no fue sino una parte de la situación. Pocos esperaban que ocurriera lo que pasó después, es decir, que surgieran tensiones en el sistema bancario y financiero occidental, en particular en Estados Unidos y, en cierta medida, aunque mucho menor, en Europa. En aquellos momentos estábamos atentos al considerable e inesperado incremento de los tipos diferenciales del mercado. Estos aumentos habían empezado a producirse antes de la aparición de la crisis rusa en lo que respecta a la deuda de los países

emergentes, pero los diferenciales estallaron tras la moratoria unilateral rusa y la caída a la deriva del rublo. Pero, por encima de todo ello, fuimos testigos de la aparición de tipos con sustanciales diferenciales dentro de Estados Unidos. Los diferenciales entre clientes preferenciales y las letras del Tesoro y obligaciones societarias estadounidenses alcanzaron niveles muy elevados y, más aún, comenzamos a percibir indicios de diferenciales entre activos que tenían el mismo tipo de garantía. Por ejemplo, los dos tipos de letras del Tesoro de EE.UU., o la aparición de un margen diferencial en los bonos del Banco Europeo de Inversiones, y así sucesivamente. Lo que estaba sucediendo en aquellos momentos era, obviamente, una huida hacia la calidad, pero, sobre todo, un aumento considerable y radical de la preferencia por la liquidez. Éstos son los términos técnicos que provocaron el temor a que nos estuviéramos acercando a una crisis crediticia. Pero ésta es una afirmación muy fuerte, y yo no creo que nos encontrásemos en esa situación, aunque lo cierto es que varias instituciones se mostraban renuentes a otorgar créditos.

Ésa era la situación a finales de agosto, en septiembre y a comienzos de octubre de 1998. A finales de septiembre estos problemas se manifestaron bajo la forma de crisis del mercado de capitales a largo plazo y de una operación de rescate organizado, aunque no financiado, por el sistema de la Reserva Federal. En esta situación, el peligro radicaba en que pudiera producirse algún tipo de interacción viciada entre las situaciones de crisis en los países emergentes y estas manifestaciones de huida hacia la calidad, unida a una creciente preferencia por la liquidez en nuestros propios mercados. Podía ocurrir además que ambas se reforzasen mutuamente, llegando a hacer muy difícil financiar los déficit de los países emergentes, a los que se abandonaría a su suerte para evitar el contagio.

Ahora estamos muy lejos de esa situación, y vemos claramente que hubo un punto de inflexión. A principios de noviembre de 1998, el Dow Jones alcanzó su techo anterior, y en muchos mercados europeos también se recuperó una parte sustancial de las pérdidas.

Sin embargo, no ocurrió lo mismo con igual intensidad en lo que respecta a los márgenes diferenciales; los márgenes bajaron un poco, no tanto en los mercados emergentes como en nuestros propios sistemas internos, y observamos una disminución de aquéllos por el repentino incremento de la preferencia por la liquidez. Sin embargo, quedaban unos cuantos problemas, como señaló la Reserva Federal al anunciar que llevaría a cabo otra rebaja en sus tipos de interés alegando una mejora de la situación; no obstante lo cual, afirmaron que el sistema estadounidense sufría aún ciertas tensiones, argumento que utilizó la Reserva Federal para su tercera rebaja de los tipos. Así que ¿qué ocurrió entre octubre y noviembre? ¿A qué se debe la mejora que observamos en la opinión del mercado, que fue espectacular en el ámbito de las acciones de capital, y de buenas proporciones, pero no decisivo, en lo que respecta a los márgenes diferenciales? Se produjeron diversos acontecimientos que a los ojos de los participantes en los mercados parecían justificar este giro radical en el sentir del mercado. Trataré de citarlas, sin orden de preferencia, porque es muy difícil saber qué es lo más o menos importante en estas circunstancias.

Aparecían ya claros indicios, aunque los participantes en el mercado no habían querido verlos antes, de que la situación en Tailandia y Corea había mejorado. No se trataba de una mejora en términos reales, por estar sumidos en una profunda recesión, pero las divisas se habían estabilizado, e incluso habían recuperado parte de su depreciación, los tipos de interés habían bajado bastante por debajo del 10 por 100, y ello se había producido en un momento de fortalecimiento de las monedas, lo que constituía claramente un buen síntoma. Ya había signos de que tanto los tailandeses como los coreanos se planteaban seriamente la necesidad de reconsiderar y reestructurar sus sistemas locales de intermediación financiera. Tailandia, por ejemplo organizó un proyecto de recapitalización bancaria de los mejores que he visto. No sé si lo pondrán en práctica en su totalidad o no. El plan existe y está extraordinariamente bien pensado. Es un plan muy serio y costoso, ya que ascendería a aproximadamente el 25 por 100 del PIB tailandés, unos 25 ó 30.000 millones de dólares. Es un proyecto de grandes proporciones, pero ahí está.

Los coreanos también se dieron cuenta de que hay que corregir ciertos tipos de relaciones incesuosas entre la industria, el comercio y la banca. Esto, por un lado. Por otro lado, hay indicios de que los japoneses han comprendido finalmente que tienen un problema. Esto supuso el anuncio de varios proyectos que trataban tanto de recapitalizar los bancos, esperamos que de forma selectiva, como de crear algunos paquetes estimulantes para tratar de poner fin al declive de la demanda interior. En tercer lugar, el Congreso de Estados Unidos entró finalmente en razón, y ha aceptado aumentar en 80 millones su participación en los recursos del FMI, lo que ha permitido el reaprovisionamiento de los recursos del FMI hasta cerca de 90.000 millones de dólares. Fue también una buena señal y significó que el FMI se hallaba en disposición de hacer algo por Brasil. Como era de esperar, se lanzó un paquete de medidas para prevenir la crisis, al mismo tiempo, hubo disminuciones de los tipos de interés a corto plazo. La Reserva Federal había efectuado ya dos recortes de sus tipos de interés, y se aceleró el movimiento de convergencia a la baja en Europa. El recorte inmediato de los tipos de interés en Italia se interpretó como un signo muy positivo y, naturalmente, esto permitió que la política monetaria básica de Europa se diera un respiro.

El último acontecimiento, aunque no el menos importante, fue la operación de rescate de la Reserva Federal, o mejor dicho, la operación de rescate de la sociedad financiera LTCM, organizada por la Reserva Federal, pareció sugerir al mercado la existencia de prestamista potencial de última instancia que puede hacerse cargo de diversos problemas. Creo que los mercados han estado exagerando todo el tiempo. Quiero decir que es la historia de siempre, pero esta vez todo ha ocurrido con mayor rapidez y, quizá, con más que excesiva rapidez. No digo, ni quiero decir, que no se haya producido ninguna mejora como resultado de esos cuatro o cinco acontecimientos que he mencionado. Ha existido una mejora, pero los problemas no se han resuelto todavía, y debo señalar cuáles son los problemas que sigo considerando realmente importantes.

En primer lugar, si bien es cierto que en Tailandia y en Corea parece que todo está bajo control, no ocurre lo mismo en toda Asia, y, ciertamente, no parece ser el caso de Indonesia, por ejemplo. Estas mejoras en el escenario financiero tampoco significan que algunos de estos importantes países, especialmente Corea, estén saliendo de la recesión. No están saliendo, al menos por ahora. Quizá haya una esperanza, pero la esperanza no es la realidad. Es algo muy distinto.

En segundo lugar, Japón. El declive de la demanda interna ha seguido su curso. Aquí de nuevo abrigamos esperanzas. Creo que la mayor esperanza que tengo es que los bancos japoneses parecen tener intención de hacer uso de las sumas de recapitalización que se han puesto a su disposición, porque hasta octubre de 1998 ni siquiera sabíamos si lo deseaban o no. Desean hacerlo, aunque, si bien ello supone una auténtica mejora, de lo que se trata es de si el conjunto del plan de recapitalización japonés será suficientemente selectivo. No hay duda de que todo el sistema bancario de Japón necesita la entrada de capital nuevo, pero ha de ser una entrada selectiva y, desde luego, emprender una recapitalización selectiva es algo difícil en cualquier circunstancia. Por eso siento una gran simpatía hacia las autoridades japonesas, porque no les es fácil hacerlo. Creo que están en el buen camino, pero eso no significa que vayan a llegar al final de él. Puede ser tan sólo el comienzo y, en este contexto, Japón juega un papel principal. Permítanme citar un hecho muy significativo (creo que fue Stanley Fisher o Michel Camdessus quien lo citó). De hecho, ha tenido lugar una mejora sustancial en la posición de la cuenta corriente de los países asiáticos afectados por la crisis (los cinco, Tailandia, Corea, Malasia, etc.). Y lo hicieron sobre todo recortando las importaciones. Mantuvieron sus exportaciones razonablemente bien, pero cuando examinamos la situación de las exportaciones vemos que ha ocurrido algo muy extraño, puesto que las exportaciones de estos países a Estados Unidos y Europa aumentaron, pero disminuyeron durante el mismo periodo las exportaciones a Japón. Esta situación no es sostenible. Japón tiene tanto peso en Asia que para que estos países salgan de la crisis necesitan al menos que se estabilice la demanda interna japonesa, y, si es posible, que se recupere. De modo que la situación está muy lejos de estar asentada.

Vamos a hablar ahora de Brasil. Creo que el paquete de medidas que se preparó era interesante, pero suscita algunas dudas. Tengo una cierta esperanza de que señale el final del contagio. Lo espero, pero no estoy seguro. Creo que también a este respecto hay diferencia entre las esperanzas y las certidumbres. Una cuestión crucial es hasta qué punto el gobierno brasileño, la nueva Administración o la reelegida, puedan ejecutar efectivamente su paquete fiscal. Pero desde luego Brasil no tiene nada que ver con Rusia, por lo que toda comparación carece de sentido; seguían y siguen teniendo un problema, uno de los problemas gemelos de siempre sobre el déficit, es decir, la necesidad de un empréstito muy grande del sector público, unido a un déficit en cuenta corriente bastante grande, aunque no demasiado grande. Tienen

que poner en marcha una política de restricciones fiscales nacionales, pero la pregunta es si la medida tendrá éxito, ya que parte de la carga recaerá sobre los estados individuales de Brasil, y no sobre el gobierno federal.

Otra cuestión crucial es que el paquete de 41.000 millones de dólares que dispuso el Fondo no implicaba la participación del sector privado. Volveré a tratar este problema en las cuestiones prospectivas que les voy a proponer, sean o no de utilidad, ya que tengo mis dudas acerca del mismo.

Creo que, al final, la señal más positiva que distingo en este panorama se percibe en Estados Unidos y Europa. Pienso que es esencial que estas dos economías sigan creciendo en esta situación, porque, sumadas, representan del 50 por 100 del PIB mundial, y si nuestro crecimiento continúa, solventará una parte sustancial de los problemas financieros, o tal vez todos, y si no, al menos, nos permitirá ponernos en camino para solucionarlos. Y las noticias en este sentido han sido bastante buenas. Creo que puede afirmarse que el crecimiento continúa en los EE.UU., así como que la demanda interna europea está creciendo a un ritmo rápido, y que nuestro crecimiento ya no viene motivado por las exportaciones, como ocurría hace un año. De modo que los comienzos, en mi opinión, son razonablemente buenos. Cuando unimos todas las piezas, vemos una situación que quizá nos permita afirmar que los temores que aparecieron a finales de agosto y en septiembre eran exagerados, pero creo también que la euforia que ha hecho su reaparición posteriormente es exagerada. Nos encontramos, por tanto, en un punto intermedio.

Permítanme que en la tercera parte de mi presentación les hable sobre los problemas a largo plazo de nuestro sistema financiero. Refiriéndome ahora a lo que podemos hacer para evitar la aparición de situaciones de crisis como las que han ocurrido, y si podríamos poner en marcha una política adecuada para evitar su prolongación y manejar la crisis actual. Durante los últimos meses he estado trabajando en un análisis retrospectivo de los 16 últimos años, y comparando las variaciones en las cotizaciones de mercados emergentes bursátiles que han pasado por nuestras manos, comenzando con la crisis de 1982-1983, ahora ya casi olvidada, pero que creo que fue la primera manifestación de crisis en un mundo globalizado. A continuación, examiné la marca II en México, en 1994-1995, así como la crisis del Este asiático y la de Rusia. Éstos han sido los principales episodios a lo largo de los últimos 16 años, aunque, por supuesto, entre ellos hubo otros en países más pequeños. Cuando

se analizan estas experiencias, lo primero que salta a la vista es su extraordinaria diversidad. Debo mencionar aquí un pequeño ejemplo de estas diferencias en las experiencias de estos cuatro principales casos de crisis.

En Latinoamérica, en 1982-1983, la proposición básica fue la existencia de dos déficit gemelos. Adolecían de una mala administración de su propio sistema fiscal y de la necesidad de grandes empréstitos por parte del sector público, junto a una política monetaria relativamente laxa, lo que daba como resultado déficit enormes e insostenibles en cuenta corriente. Éste fue el caso de la proposición del déficit gemelo.

Ahora bien, cuando México estalló (México II, no en México I), en 1994, ya no se daba la proposición del déficit gemelo. México no tenía déficit fiscal, y la idea de que el déficit en cuenta corriente sólo importa cuando el gobierno administra mal sus propias cuentas no se sostenía como proposición. Lo que ocurrió en México fue que eran las cuentas del sector privado a escala nacional las incorrectas, porque los índices de ahorro interno habían disminuido hasta niveles muy bajos, tanto en el sector empresarial como en los hogares. Así que la proposición del déficit gemelo ya no valía. Pero podíamos argumentar por lo menos que si se adoptan políticas, quizás en términos de liberalización interna, que creen una elevada tasa de crecimiento de la expansión crediticia y que, en sí mismas, conducen a una disminución de los índices de ahorro privado, hay algo que no funciona en la cuenta corriente.

Entonces apareció Asia. En el caso asiático no podemos decir que el índice de ahorro sea bajo. De hecho, es muy alto. La verdad es que en ciertos casos, sobre todo en Tailandia, el índice de inversiones era aún más alto, pero de nuevo se trataba de una proposición muy distinta, y había que hallar el conjunto de razones, de índole muy diversa de las que causaron la crisis asiática, a partir de las razones de la experiencia latinoamericana anterior o del caso mexicano. De modo que cuando todos tratábamos de determinar qué falló en el funcionamiento de los sistemas financieros nacionales de Asia, estalló de repente la crisis rusa, lo que nos devolvió a la mala gestión fiscal de los gobiernos. Esto se debe a que la crisis rusa, en cierto sentido y de un modo bastante distante, nos recordó los hechos acaecidos en Latinoamérica en el periodo 1982-1983, que, si bien revisieron mucha mayor gravedad, consistían básicamente en el mismo déficit gemelo de siempre.

La razón principal del colapso del rublo es que el

déficit del sector público no se pudo financiar y se hizo insostenible. Es cierto que hubo numerosas razones para ello. Así que nos hallamos ante una sorprendente diversidad de situaciones, por lo que nos preguntamos si estas crisis tienen algo en común. Yo creo que sí lo tienen, aunque no mucho. El primer factor que ha aparecido en cada una de estas cuatro experiencias de crisis ha sido la creación de una extraordinaria deuda de un perfil muy corto, que al final se ha hecho insostenible. Y esto es común a todas estas experiencias. El segundo factor común es que todos estos países operaban con sistemas en los que el tipo de cambio era fijo. Y existía cierta semejanza, si bien no era decisiva, entre los problemas internos de estos países en materia de intermediación financiera interna, debilidad del sistema bancario, etc. Esto era evidente en el caso ruso, estaba relativamente claro en el de Tailandia, y quizá no revestía tanta importancia en el resto de los países, pero indudablemente significaba algo. Así que hemos de intentar analizar estas semejanzas para ver qué se puede hacer para evitarlas. Hay un cierto número de propuestas sencillas sobre las que existe acuerdo; pero que no son de fácil explicación y pondrían fin a las manifestaciones de la crisis, como me dispongo a argumentar, pero quizá sirvan de ayuda.

Es evidente que poner en marcha sistemas financieros nacionales, sobre todo bancarios, en los mercados emergentes representa una ardua tarea. Pero también lo es en el caso de los sistemas de intermediación global mejor gestionados y más resistentes. Parte de estas proposiciones se presentan fácilmente: necesitan un sistema ejecutorio de supervisión bancaria. Tienen que evitar que los bancos alcancen posiciones en las que los tipos de cambio experimenten transformaciones de vencimiento y/o falta de cobertura, como ocurrió en el caso de Tailandia. La otra parte de la proposición no es tan simple, una vez que se va más allá de estas medidas evidentes y uno se pregunta qué podemos hacer realmente para conseguir un sistema que, en términos generales, funcione mucho mejor. Por ejemplo, qué papel debería darse a la participación o no de los bancos en el desarrollo de un sistema más centrado en el mercado; las proposiciones son cada vez más difíciles de manejar. Una de las razones para ello es que en nuestros propios países, en el mundo occidental, tampoco poseemos un modelo único al respecto.

En segundo lugar, hemos de volver necesariamente atrás e insistir de nuevo en la necesidad de macropolíticas adecuadas, tanto en estos países como en el sistema internacional. Dentro de los primeros (y éste es un buen aviso), todo el mundo sabe que la

responsabilidad fiscal y las políticas monetarias sensatas son una condición previa para intentar acabar con estas crisis. Pueden darse incluso si hay responsabilidad fiscal, como hemos visto en Asia, pero sigue siendo una proposición importante. Lo peor del caso es que, en ocasiones, las crisis se han visto agravadas por la incapacidad del mundo desarrollado para manejar bien sus propias combinaciones de políticas económicas naturales. En el caso de Asia, los giros en la relación dólar-yen jugaron un papel primordial para llegar a hacer insostenible el peso de la deuda, porque sus monedas estaban ligadas al dólar, pero tenían relaciones muy estrechas con el área del yen. ¿Cómo enfrentarse a este problema? Las preguntas están relativamente claras, pero debemos pensar en ello.

Pasamos a continuación a una tercera área, que suele presentarse como esencial, y yo no voy a decir lo contrario, que es la necesidad de mejor información. Sabemos, por ejemplo, que en el caso de Tailandia, cuando recurrieron al FMI en junio de 1997, vieron que las reservas externas netas del Banco Central de Tailandia eran nulas. La tasa de crecimiento era elevada, pero habían intervenido en el mercado de futuros durante los seis meses anteriores, y el resultado fue que se quedaron sin reservas de divisas. Si se hubiera sabido que la posición de las reservas comenzaba a decaer, posiblemente la crisis habría estallado antes, con lo que quizá hubiera sido menos violenta. Y hubo otras carencias informativas. De cualquier manera, y éste es un punto en el que quiero hacer hincapié, en los cuatro casos que he examinado, los prestamistas o inversores extranjeros tuvieron suficiente información para darse cuenta de que estaban gestando una situación de deuda externa que podría hacerse ingobernable. Las cifras estuvieron disponibles en las cuatro circunstancias. Hablo con convicción sobre este punto porque escribí una carta al *Financial Times*, que se publicó en febrero pasado. En la tradicional reunión de Davos, se habló mucho sobre el hecho de que las cifras del Banco Internacional de Pagos (BIP) que presenté hace unos dieciocho años se publicaron demasiado tarde y dieron la impresión de que sólo a finales de enero de 1998, en el momento en que tuvo lugar la reunión, el perfil de vencimiento de la deuda bancaria externa de la primera mitad de 1997 era normal. Ello es absolutamente cierto, dado que hay un desfase temporal de unos siete meses antes de que se pueda disponer de dichas cifras. Lo que estos críticos no decían era que el acortamiento del perfil de vencimiento había comenzado tres años antes y que, según las cifras de finales de 1995, que estuvieron disponibles en el verano de 1996, ya se sabía que la deuda a corto plazo

de los cinco países en crisis había subido hasta dos tercios del total. Eso no permitía una gran amplitud para el acortamiento del vencimiento unos cuantos años más tarde, y estas cifras eran conocidas. Creo, por tanto, que hay que tener cuidado en no sobrestimar la posibilidad de mejorar el sistema mediante mejor información. Una mejor información es siempre algo positivo, pero no basta para resolver todos los problemas. Ésta es la situación en la que nos encontramos y mi opinión es que, debido a la globalización financiera, será muy difícil evitar que se produzcan crisis. Podemos actuar en todas las direcciones que he indicado tratando de limitar, de disminuir la probabilidad, de limitar la magnitud de la crisis, pero no debemos engañarnos al creer que podremos eliminar las crisis en los mercados emergentes, y ello por varias razones.

Una de ellas es lo que podríamos llamar la desproporción de las cifras o del tamaño de los flujos potenciales de capital en estos países. El sistema financiero occidental ha adquirido tales dimensiones que el más ligero cambio en la composición de la cartera podría afectar gravemente a países individuales en vías de desarrollo, incluso a los mayores. Estas cifras son absolutamente desproporcionadas, tanto para el sistema en su conjunto como para las instituciones tomadas individualmente. Algunos de los grandes bancos que ahora aparecen en Occidente podrían tragarse tres países en vías de desarrollo casi sin darse cuenta. Y quiero decir tragárselos de verdad, todo el PIB. Verdaderamente, la magnitud de la desproporción es tremenda.

Otra es que, en nuestro sistema globalizado, la globalización financiera significa que hemos entrado en una era de muy fuerte competencia, y ello implica competencia geográfica, competencia entre instituciones e interacción entre mercados. Se trata de un sistema extraordinariamente competitivo con una presión constante sobre los márgenes de beneficios, que, desde luego, invita a buscar las inversiones y oportunidades de préstamo que rindan mayores beneficios, y es muy difícil resistir la tentación de aprovecharse de ello. Vean la experiencia de algunos bancos muy respetables en el mercado ruso de letras del tesoro. Por supuesto, los rendimientos eran fantásticos, pero también lo eran las pérdidas. Ambas eran acordes.

Por estas razones, es probable que veamos la continuación de las crisis, pero esperemos que no a esta escala. No creo que las diversas reformas que vamos a intentar poner en marcha resuelvan estos problemas. ¿Qué conclusión sacamos de aquí? Básicamente, que las dos áreas que debemos cuidar son

evitar el contagio, esto es, aceptar el estallido de las crisis pero evitando el contagio, y, en segundo lugar, el manejo de la crisis. Opino que éste es el primer orden del día que deberíamos poner sobre la mesa de nuestros organismos internacionales. No quiero dar ideas en este punto; la excusa más tonta sería la de que no hay espacio para ello, pero la verdad es que no se qué debemos hacer, y creo que debemos ponernos a pensar sobre ello cuidadosamente. Uno de los desafíos principales, tanto en lo referente a evitar el contagio de tipo brasileño como en el manejo de la crisis, es cómo involucrar en estos procesos al sector privado, a los prestamistas o a los inversores. Éste es, desde mi

punto de vista, el problema crucial. Los prestamistas y los inversores de los países desarrollados son parte del problema y tendrán que ser parte de la solución. Cómo ponerlo en práctica es algo que precisará de análisis muy largos y serios. Pero creo que debemos comenzar dichos análisis porque ésta es, a mi parecer, la cuestión más importante a la que nos enfrentamos.

NOTA

(*) Traducción de Diorki, revisada por la Redacción de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.