

NUEVAS CRISIS Y NUEVO SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Por Ricardo Pascale

Varias crisis signan los 90. México a fines de 1994, luego Tailandia en 1997 que pasa a Malasia, Indonesia y a otros países del este asiático. En octubre de ese mismo año aparece un fuerte ataque especulativo contra la moneda de Hong Kong. Ya entrado 1998, Japón muestra, luego de arrastrar por mucho tiempo un sistema financiero deteriorado, una severa crisis. El largo estancamiento y crisis se produce en este caso en la segunda economía del mundo, casi tan grande como Alemania y Francia juntas. Por lo que va del año, aparecen, en agosto en Rusia, serios problemas económicos, que desembocan en dificultades para pagar su deuda.

Esta inusual sucesión de crisis han dado lugar a muchos comentarios. Se han hecho descripciones en las mismas. También estimaciones de su extensión en el tiempo así como de su profundidad. Se han efectuado comparaciones de gravedad con otras crisis anteriores, como la del 29 y la de los 80, (con los problemas de la deuda). Junto a éstas útiles aproximaciones de tratar estas crisis, puede ser de interés detenerse en otro enfoque, intentando responder algunas preguntas. ¿Ellas se van produciendo en el sistema financiero internacional que era el prevaleciente hasta hace 15 o 20 años y para la cual se entrenaron una gran proporción de los actores que hoy tiene que operar en ellos? ¿O, por el contrario, estamos viviendo en un nuevo sistema financiero internacional?

Estas crisis, a nuestro juicio, se están presentando en el contexto de un nuevo sistema financiero internacional, cuya conformación, funcionamiento y su ritmo de evolución tiene diferencias marcadas con el prevaleciente hace unas décadas atrás. Abordar todas las connotaciones que puede producir la existencia de este nuevo sistema financiero internacional global en cuyo seno se dan estas crisis, excede los objetivos de esta nota. Sin embargo, efectuaremos el intento de repasar someramente las características de este nuevo sistema financiero, así como algunos de sus efectos sobre la definición de políticas, y hasta de supervisión

El nuevo sistema financiero internacional.

El mundo se ha vuelto un lugar financieramente más riesgoso. La incertidumbre de precios es manifiesta. Inglaterra (por mencionar un caso), que desde el 1700, tomando como base 100 a 1850 tenía una evolución estable de los precios (salvo algunos períodos bélicos), después de 1950, el índice de precios al consumo superaba 2.500 (Cuadro N° 1). Un caso similar es el de los Estados Unidos (Cuadro N° 2).

La incertidumbre del nivel general de precios, se asocia a la incertidumbre en los precios financieros básicos: *tipo de cambio, tipos de interés y de los commodities.*

El mundo de la posguerra, en materia *cambiaría*, estuvo presidido por el sistema de Bretton Woods, que estaba caracterizado por *paridades fijas pero ajustables* entre monedas. El marco con el dólar, la libra con el marco, etcétera.

El sistema de Bretton Woods operó dando estabilidad y flexibilidad a los tipos de cambio en el período comprendido entre 1945 y 1971. El dólar norteamericano se

transforma en la moneda clave y la mayor parte de las transacciones se efectuaron en esa divisa. Los fuertes superávits comerciales de Alemania y Japón junto a los déficits de los Estados Unidos derivados en buena medida de programas militares, entre ellos Vietnam, así como por crecimiento de las inversiones norteamericanas en ultramar llevaron a que se acumularan grandes cantidades de dólares fuera de los Estados Unidos. Los déficits de balanza de pagos empezaron a pesar en los '60 y la cantidad de dólares en el exterior creció manifiestamente. La cantidad de dólares fuera de los Estados Unidos era tan importante que a los gobiernos cada vez se les hacía más difícil mantener las paridades fijas oficiales. La preocupación porque gran parte de esos dólares volvieran al país, llevó al presidente Nixon, en agosto de 1971, a cortar la relación entre el dólar y el oro. Con esta decisión terminó el sistema de Bretton Woods.

A partir de allí, con períodos que tienen sus peculiaridades, se entró en un sistema de flotaciones entre las monedas.

El nuevo escenario llevaría a los mercados a encontrarse frente al *riesgo de tipo de cambio* (Cuadro N° 3). Importadores y exportadores vieron, y aún ven, los riesgos de sus ganancias esperadas en sus operaciones debido a la volatilidad de los tipos de cambio.

La volatilidad de las *tasas de interés*, en forma sorprendente, no comenzó en los Estados Unidos con la caída del sistema de tipos de cambio de Bretton Woods, incluso continuó con períodos de baja volatilidad. Hacia 1979 la reserva Federal abandona la práctica de fijar tasa de interés y comienza, con su presidente Paul Volcker, a centrarse

en la oferta monetaria. En un tiempo, las tasas crecieron en volatilidad para ir, luego, declinando la misma.

En todo caso, se instala un nuevo riesgo financiero: *el riesgo de tasas de interés*.

Los precios de los *commodities* también comenzaron a ser más volátiles. El precio del petróleo comenzó a crecer y ser más inestable en los '70, donde tuvo los dos grandes *shocks*, y así fue acompañado, con distintos tiempos e intensidades, por otros *commodities*. Un nuevo riesgo aparecía, por lo menos en una nueva dimensión: *el riesgo de precios de los commodities* (Cuadro N° 4).

Creciente importancia de las euromonedas. Los mercados financieros domésticos vienen perdiendo importancia frente a los euromercados. Estos, que comienzan a surgir en Londres a mediados de los 50 para expandirse luego a numerosos centros off-shore en el mundo, surgen, entre otras causas, a consecuencia de regulaciones sobre las tasas de interés, fuerte carga tributaria, encajes así como selectividad del crédito.

En los mercados de euromonedas, las instituciones financieras operantes (frecuentemente conocidas como eurobancos) reciben depósitos y efectúan préstamos en una moneda diferente de la del país donde está operando y son efectuados ambos por y para no residentes. El volumen de dinero manejado por los eurobancos no sólo ha venido creciendo seriamente, sino que para su manejo los bancos centrales tienen menores posibilidades de actuar con su política monetaria. Una de las tasas referenciales en los mercados financieros de hoy día es la Libor (London International Offered Rate) que es uno de los principales precios del mercado de euromonedas.

Nueva intermediación financiera. La banca comercial que fue durante siglos el principal tipo de intermediario financiero, va perdiendo significación frente a otras instituciones.

La banca en sus bases esenciales, tal cual hoy la conocemos, fue inventada hace algo más de quinientos años, y en sus fundamentos no ha cambiado mucho desde entonces.

El sistema se basa en cuanto a sus depósitos en la ley de los grandes números (la frecuencia relativa tiende a la probabilidad cuando el número de casos tiende a infinito).

Un capital y liquidez adecuados hace que el banco mantenga la confianza en los depositantes.

Tendrá de esa forma una base estable de depósitos, que los presta a un precio superior al que paga a sus depositantes. Un pool de capital absorbe los riesgos y sus intereses y comisiones por servicios neto de los costos operativos se contrasta con el costo del capital, para apreciar su cobertura.

Esta forma de intermediación, se asienta en mantener un capital que absorba al riesgo de incumplimiento diferentes y el monto de capital necesario que absorba al riesgo agregado de los clientes. Los préstamos otorgados a éstos tienen riesgo de incumplimiento diferentes y el monto de capital necesario que absorba ese riesgo varía con cada sujeto de crédito. El financiamiento del sistema se asienta en un menor pago de intereses, relativo al valor económico de los mismos en los mercados financieros.

Dadas las tecnologías disponibles hoy día, esta forma de intermediación parece no alcanzar los niveles de eficiencia deseados por los mercados. Estos han reaccionado y, la intermediación financiera tal como la conocemos desde hace quinientos años se ha vuelto obsoleta.

La industria financiera fue desde un estable oligopolio, dentro del cual el sistema bancario tenía prácticamente un monopolio sobre los activos líquidos, a otro donde los recursos son tomados a través de los fondos de inversión, o los fondos de pensiones, e invertido en instrumentos financieros de diverso tipo donde entre otras innovaciones la titularización (“securitization”), ha venido tomando creciente importancia. Este proceso que se ha llamado de desintermediación comenzó en los países industrializados hace ya algunos lustros, se viene profundizando en ellos y, expandiéndose hacia países de menor desarrollo relativo. En el caso de los Estados Unidos de América, los activos financieros compuestos por los fondos de inversión y los fondos de pensiones, comparados con los activos de los bancos comerciales, eran en 1970, el 31%, pasando en 1980 al 44%, llegando en 1990 al 83%, para hoy día ser claramente superiores al 100%.

Nuevos instrumentos financieros. Conjuntamente, y a veces a causa y otras como resultancia de la presencia de nuevos riesgos, de eurobancos y de la nueva intermediación financiera se han venido desarrollando un conjunto de nuevos productos financieros, que son un signo determinante de este nuevo sistema financiero internacional. De esta forma, la innovación financiera, que había sido prácticamente inexistente desde la Segunda Guerra Mundial, irrumpe en 1961, con la introducción del

primer certificado de depósitos tal como modernamente se conoce, por parte del entonces First National City Bank of New York (hoy Citibank). Los forwards, luego los futuros (en nuestra opinión la innovación financiera más importante no sólo por lo que significó, sino además por la variedad de otros productos que permitió desarrollar), las opciones, los swaps, nuevos tipos de deuda, de instrumentos híbridos, de fondos propios.

Hacia 1977 comienza con una operación que diseñan y comercializan Bank of America junto con Salomon Brothers, lo que hoy se conoce como titularización (“securitization”) y le siguen los instrumentos sintéticos.

Asimismo, la constitución de portafolios diversificados que sean óptimos para cada agente económico conforme a rendimientos esperados y riesgos preferidos.

Un conjunto de instrumentos se van desarrollando, diríamos que día a día, que requieren especial pericia, no siempre acorde con las intenciones de utilizarse.

Hasta aquí, algunas características del nuevo sistema financiero internacional.

Un mundo entonces más riesgoso financieramente, con la significativa presencia del mercado de euromonedas, la nueva intermediación financiera y los nuevos instrumentos financieros desarrollados, son algunos de los elementos que caracterizan el nuevo sistema financiero internacional. Su entendimiento es cada vez más urgente a la luz de nuevas crisis que vivimos y también, mejor aún, sin ellas.

El nuevo sistema financiero internacional. Algo de su “fisiología”.

Asimetrías de información y transparencia. Es común que exista una asimetría de información entre el conocimiento que puede tener sobre una empresa, el gerente de la misma, que el ejecutivo de cuenta de un banco que trabaja con ella. Si esa asimetría de información se produce, en el caso de instituciones que como los bancos tienen especiales destrezas para el análisis de los riesgos aquella asimetría normalmente se verá incrementada cuando es el mercado el que va a asumir los riesgos. Siendo una de las características dominantes del nuevo sistema financiero internacional que ha habido un *desplazamiento de los riesgos desde los bancos comerciales al mercado*, la transparencia que éstos tienen deben tener para poder operar con eficiencia se hace mucho más crucial. Y esto no suele ser el caso muchas veces. Esta transparencia hoy requiere de informaciones que antes podrían tener menor interés. Así sería muy útil conocer por el mercado cuál es el “duration” de los activos y pasivos de una institución financiera o, conocer más detenidamente sus estrategias de liquidez, y la colateralización de sus pasivos.

Tasas de interés reales positivas. Uno de los signos remarcables de las finanzas de los últimos 25 años es la existencia de tasas de interés reales positivas, en muchos casos, muy elevadas.

El fenómeno que ha recrudecido a partir de la década de los 70, luego de la primera crisis del petróleo, se ha seguido manteniendo, con distinta intensidad. Buena parte de la actividad económica industrial se desarrolló al amparo de tasas de interés reales

negativas. Hubo un trasiego de riqueza desde aquéllos que detentaban activos financieros a aquéllos que tenían activos reales. Eran tiempos en los cuales la creación de valor provenía (en buena medida) del financiamiento más que de la inversión. Hoy día, son los detentores de activos reales quienes trasiegan riqueza a los que poseen activos financieros. El valor ya no se crea básicamente por los financiamientos, sino por las inversiones.

.

Tipo de cambio y tasas de interés en moneda local. Estas crisis van poniendo de manifiesto un fenómeno ampliamente conectado con el anterior. Con tipos de cambio fijos, los tipos de interés en moneda local crecen fuertemente tanto en términos nominales y como reales. Es probable que en buena medida la tasa nominal recoja las expectativas de depreciación de la moneda local. Se generan, de esta forma amplios spreads entre la moneda extranjera que financia a la institución intermediaria y la moneda local que refleja la asignación de esos recursos. Cuando las posiciones sobrevendidas se hacen insoportables, en las economías bajo turbulencias, esta situación favorece rupturas del tipo de cambio.

Nueva dinámica. El nuevo sistema financiero internacional viene mostrando un nuevo ritmo, una nueva dinámica, la que presentaba el modelo anterior. En el mismo, y en buena medida causado por la tecnología de computación y comunicaciones desarrollada, ligeros cambios en las expectativas o en los preferencias, suele verse reflejado más bruscamente en los precios de los mercados. Muestra mayor volatilidad y, los errores suelen tener alto costo y la factura llegar a muy breve plazo. El nuevo sistema, es más exigente que el anterior y si bien pueden desde luego desprenderse

aportes significativos al proceso económico, es mucho más contundente y veloz a la hora del error.

Flujos de capitales en el nuevo sistema. La existencia de grandes déficit en las cuentas corrientes han sido financiados con ingresos de capitales, frecuentemente de corto plazo. En la comentada dinámica los cambios bruscos en los flujos, se han mostrado repetidas veces. Este aspecto tiene varias connotaciones, pero al menos quisiéramos mencionar dos:

En el sistema financiero internacional prevaleciente hace 20 o 30 años, los flujos de capitales ante la desconfianza de alguna inversión o ante pocas oportunidades para las mismas se orientaban a lugares más tranquilos que mantuvieran un rendimiento satisfactorio para los inversores.

En el nuevo escenario que vivimos no es suficiente. Se requiere de los mercados receptores más que un rendimiento satisfactorio. Se les exige excelencia en su funcionamiento, a la vez que una adecuada liquidez.

En segundo término, ante posibles inestabilidades externas como las que hablamos, parece ser aconsejable un mayor cuidado en las políticas de balanza de pagos, cuanto más débil esté el sistema financiero doméstico.

Requisitos de destreza. El nuevo sistema financiero internacional requiere cada vez más de destrezas inusuales para el predominante hace 25 años. No es infrecuente que para un trabajo de opciones, se requieran físicos nucleares. El avance de las

innovaciones es vertiginoso. Y, no siempre para su manejo se cuenta con el entrenamiento necesario para ello. No pocas pérdidas se han producido en algunos actores de los mercados, por ingresar a operar con instrumentos de alta tecnología, sin tener los conocimientos adecuados.

Necesidad de menor endeudamiento. En circunstancias en que no existe un conocimiento suficientemente expandido para operar en los mercados y por tanto de trabajar con los riesgos que hoy hay y con los instrumentos a la mano, sería útil pensar que los niveles de endeudamiento de las instituciones pueden resultar altos. Los costos implícitos se serios problemas financieros tanto en ellos como en otras ramas va haciendo necesario cada vez más una mayor presencia de los fondos propios en relación a las deudas.

Nueva supervisión internacional. Analizando el tema en términos institucionales, la estructura general de la supervisión de los sistemas financieros y, en particular el de la banca comercial surge en respuesta a las tensiones que se produjeran a consecuencia de la Gran Depresión del año 29. Naturalmente que se han hecho importantes modificaciones y actualizaciones de la misma. No pocos expertos coinciden en señalar que dada las realidades tecnológicas y de los mercados ellas puedan no ser lo eficientes que el momento necesita.

Comentarios recientes, entre otros de Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Feral de Estados Unidos, se orientan en ese sentido. Junto con estas dudas, la existencia de nuevos intermediarios financieros, como los que se han expuesto (fondos de inversión,

etc.), lleva a que en los países industrializados se vea como un proceso de “desaseguración” del sistema. No debemos olvidar que existen seguros de depósitos para los bancos comerciales en varios países, los que aplican por ej. a los fondos de inversión. A ello se agrega la existencia de numerosos instrumentos financieros, en particular los derivados, a los cuales se le asigna una responsabilidad en la generación de estas crisis y, aparecen voces que piden regulaciones y controles estatales a los mismos.

En la actual realidad de los mercados, el desafío de los cambios en las regulaciones, al menos en nuestra opinión, se deberían asentar en mantener el funcionamiento de los mercados con la libertad suficiente –para no menguar su competitividad y que puedan desarrollarse eficientemente en la búsqueda de toma de riesgos-, a la vez que reducir la vulnerabilidad de los sistemas frente a instituciones financieras individuales que tomen excesivos riesgos.

En esta búsqueda, es de primera prioridad asegurar el sistema de pagos en el mercado de forma diferente de la que se hizo hasta ahora. Es probable que estas mayores seguridades deban buscarse mediante colateralizaciones de los precios con activos de alta liquidez, tal como aparecen hoy día ya en algunos mercados. Aparece importante que los mercados vayan desarrollando estas propias seguridades sobre el sistema de pagos, más que esperar soluciones que no tienen ni deben estar en manos de los gobiernos.

Política monetaria y fiscal. La ausencia a inexistencia de sólidas situaciones fiscales y adecuadas políticas fiscales, contribuyen a profundizar crisis sistémicas y a dificultar su manejo.

La existencia de este nuevo sistema financiero internacional, ha permitido con menos tiempo llevar adelante inversiones que han elevado, en muchas regiones, los niveles de vida a alturas que quizás no pudieran haberse imaginado. A la vez, en él se producen nuevas crisis. El botiquín de primeros auxilios aparece necesario para sortear la situación. En todo caso, también parece necesario el entendimiento de que estamos inmersos en un nuevo sistema financiero internacional y que una concientización más permanente y efectiva de su funcionamiento, será a la larga el camino que pueda hacer contribuciones más efectivas a las sociedades.