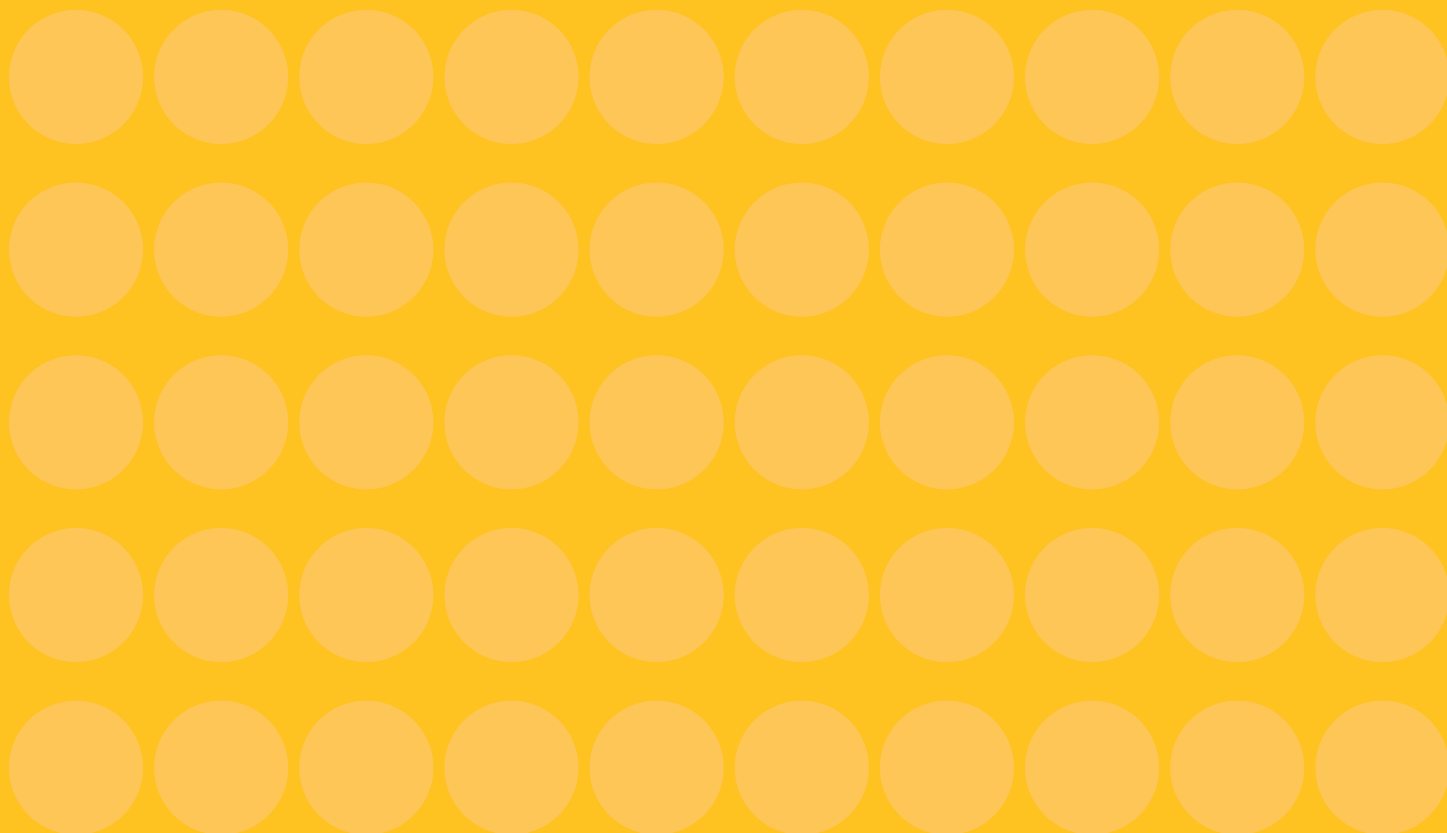


BOLETÍN

Volumen LIX

Número 1, enero-marzo de 2013



Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos

Boletín

Volumen LIX, número 1,
enero-marzo de 2013

ASAMBLEA

Bancos centrales asociados (*vox et votum*)
Miembros colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO 2011-2013

Presidente

Banco de la República (Colombia)

Miembros

Banco Central de la República Argentina
Central Bank of Barbados
Banco Central do Brasil
Banco Central de Reserva de El Salvador
Banco de México
Banco Central de Venezuela
Banco de España
Federal Reserve System
(Estados Unidos de América)

COMITÉ EDITORIAL

Javier Guzmán Calafell
Director general

Dalmir Sergio Louzada
Subdirector general

Fernando Sánchez Cuadros
Reuniones Técnicas de Banca Central

Ana Laura Sibaja Jiménez
Servicios de Información

Alberto Ortiz Bolaños
Investigación Monetaria

María José Roa
Investigación Financiera

Martín Tobal
Investigación Macroeconómica

ÍNDICE

1 Agenda del G20 bajo la presidencia de Rusia

Agustín Carstens

8 Una comparación de las crisis de deuda en América Latina y la zona del euro

Enrique Alberola
José María Serena
Sonsoles Gallego

18 Tiempos, acervos y flujos: cómo entender los retos macroeconómicos globales

Claudio Borio

32 Vigilancia de los sistemas de pago en América Latina y el Caribe

Raúl Morales

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango núm. 54, México D. F., 06700. Impresa en talleres de Master Copy, S. A. de C. V., avenida Coyoacán núm. 1450, México D. F., 03220. 370 ejemplares. ISSN: 0186-7229. *Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.*

Agenda del G20 bajo la presidencia de Rusia

Agustín Carstens

Antes que nada, permítanme agradecer al Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés) la invitación para participar en esta conferencia tan importante, organizada de manera conjunta con el Ministerio de Finanzas de la Federación de Rusia, en el contexto de las reuniones ministeriales del G20. Es un enorme placer para mí tener la oportunidad de dirigirme nuevamente a este distinguido auditorio.

Iniciaré esta disertación presentando mi punto de vista sobre la situación y perspectivas de la economía mundial, enfocándome en el epicentro de la crisis: las economías avanzadas. Esta crisis estalló a finales de 2008, cuando el colapso de Lehman Brothers. La virulencia de las consecuencias de este evento generó un sentimiento de búsqueda de un fin común entre los países más importantes del mundo. En foros como el G20 y el Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI, se diseñó una respuesta de política coordinada, que tenía como metas principales la estabilización de los mercados financieros y la aplicación de políticas fiscales y monetarias anticíclicas para contener las fuerzas que podrían contraer la actividad

económica y el empleo. Al mismo tiempo, se dio inicio al proceso del tan necesario rediseño de la arquitectura financiera internacional.

En 2009 y 2010, las señales eran relativamente alentadoras. Las medidas contundentes aplicadas en Estados Unidos para respaldar a sus mercados e instituciones financieras resultaron exitosas. Parecía en aquel momento que estaba controlado el contagio a las instituciones financieras y economías europeas, y algunas economías avanzadas (como Singapur, Australia y Canadá), al igual que una amplia cantidad de economías emergentes (entre ellas, China, la India y México) estaban experimentando una fuerte recuperación de su actividad económica. En realidad, hacia fines de 2009 y de 2010, comenzó a generarse una sensación de logro.

Sin embargo, la segunda mitad de 2011 una serie de eventos sin precedente nos devolvieron a un periodo de incertidumbre agudizada en los mercados financieros y de deterioro significativo de las perspectivas económicas mundiales: primero, la degradación de la calificación de deuda soberana de Estados Unidos por parte de una agencia

Gobernador del Banco de México. Conferencia presentada durante la Reunión de Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales del G20, el 15 de febrero de 2013, en Moscú, Rusia.

de calificación de crédito a principios de agosto y, segundo, el agravamiento de la crisis de deuda soberana en Europa, seguido por el creciente riesgo de contagio en distintos mercados y países. Estos eventos, junto con las dificultades de las respectivas autoridades para aplicar políticas creíbles en el corto plazo orientadas a atender los problemas financieros y fiscales, llevaron a un notable deterioro de la confianza entre los agentes económicos.

El incremento en la probabilidad de un evento sistémico, tal como un episodio de incumplimiento del servicio de la deuda soberana en algunos de los países miembro de la zona del euro y, en menor escala, en Estados Unidos, ocasionó grandes perturbaciones en los mercados financieros internacionales y en la actividad económica mundial. A la vez, la débil actividad económica deterioró adicionalmente las posiciones fiscales y la solidez de las instituciones bancarias, lo cual llevó a una situación cada vez más grave, dejando claro que estábamos en un círculo vicioso. Dados los estrechos lazos comerciales y financieros entre los países, desapareció el desacoplamiento del crecimiento entre las economías avanzadas y las emergentes, presente desde el primer trimestre de 2009.

De más está decir que esta situación requería de una respuesta de política económica inmediata por parte de las autoridades. En Estados Unidos, arraigadas posiciones políticas hacían imposible lograr avances significativos en el frente fiscal, por lo que la Reserva Federal continuó haciéndose cargo de la mayor parte del ajuste, ampliando la holgura de su postura de política monetaria mediante el uso extensivo de medidas de expansión cuantitativa en conjunto con una guía prospectiva acerca del nivel de la tasa de interés. Todo esto tuvo el objetivo de quitar la presión sobre el mercado de bonos, aplanando la curva de rendimiento, y así estimular la demanda agregada y el empleo.

La situación en Europa, al menos desde mi punto de vista, fue, y continúa siendo, más desafiante. La razón principal fue que el drástico deterioro de las posiciones fiscales y de la solidez del sistema

bancario de algunos países periféricos en la zona del euro elevó a grados peligrosos lo que se ha denominado como el riesgo de fragmentación, lo cual en palabras simples significa el riesgo de una ruptura de la unión monetaria europea tal como la conocemos hoy. Esto llevó a interrupciones repentinas en el financiamiento de algunos gobiernos y de sus sistemas bancarios, desatando también masivas salidas de capital. Ello, a la vez, generó mayores riesgos de fragmentación, creando un círculo vicioso generalizado.

La materialización de interrupciones repentinas en las entradas de capital en la zona del euro sorprendió a muchos. Se suponía que este tipo de fenómeno no ocurriría en economías maduras protegidas por un ancla supuestamente sólida, en la forma de un régimen de tipo de cambio creíble: la Unión Monetaria Europea.

Pero el problema fue precisamente que la percepción de una fuerte ancla externa hizo posible que algunos países bajaran la guardia, situación manifiesta en políticas complacientes en los años de bonanza cuando la norma era la presencia de inmensas y persistentes entradas netas de capital. Esta situación dio como resultado: *a)* endeudamiento externo sin precedente en algunos países, y *b)* instituciones bancarias con abultados balances respaldados por un financiamiento muy frágil. Esta combinación de factores hizo que las interrupciones repentinas en las entradas de capital en algunos países europeos fueran más agudas que las experimentadas en decenios anteriores en América Latina o durante la crisis asiática en los años noventa.

Los problemas en el sector financiero y en la gestión de la deuda soberana de los países de Europa demuestran, una vez más, que un régimen de tipo de cambio *per se* no puede reemplazar a la disciplina en las políticas económicas. En realidad, los problemas que enfrentó Europa desde mediados de 2011 no son diferentes a los que resultan de un ataque especulativo contra el régimen de tipo de cambio, desatado por la pérdida de congruencia entre este y el resto de la estructura

macroeconómica. Cuando surgen estas incompatibilidades, se pierde la confianza en la sostenibilidad del régimen, y se desata de inmediato un ataque por parte de los participantes del mercado.

Las interrupciones repentinas en las entradas de capital en algunos países europeos ocasionaron bruscos incrementos en los costos de endeudamiento de instituciones financieras y gobiernos, así como en indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito (CDS por sus siglas en inglés), y un notable deterioro en las condiciones de liquidez en los mercados monetarios de la región. Para muchos bancos, se interrumpió repentinamente el acceso al financiamiento interbancario, y, para fines prácticos, los mercados de títulos públicos de los países europeos más débiles desaparecieron. A medida que aumentaba la percepción de que era probable un evento catastrófico en Europa, tuvo lugar una importante recomposición de carteras de inversión que reorientó los recursos a activos de menor riesgo. Los mercados emergentes no fueron ajenos a esta recomposición de activos: sus divisas se depreciaron, y se incrementaron sus costos de endeudamiento. Más importante aún, la contracción en la actividad económica en las economías más avanzadas redujo las exportaciones de los mercados emergentes y sus tasas de crecimiento. El contagio en los mercados financieros internacionales fue galopante.

Se hizo imperiosa una respuesta urgente de política económica por parte de la zona del euro. Pero creo que es justo decir que la Unión Europea no estaba preparada para responder a un desafío de esta magnitud, básicamente por lo que ya mencioné: los problemas a los cuales se enfrentaron entonces, causados por el riesgo de fragmentación, por las características de la Unión Monetaria, no debían haber ocurrido. Una complicación adicional, y obvia, fue que cualquier solución tenía que ser acordada por los 17 países miembro de la zona del euro mediante sus órganos de gobierno. Luego de muchos meses de dudas y confusión, finalmente se aplicó una exitosa estrategia de estabilización que estuvo enfocada en dos frentes.

En primer lugar, por medio de distintos mecanismos de financiamiento, el Banco Central Europeo (BCE) garantizó la provisión de liquidez suficiente para respaldar a los mercados interbancarios y de deuda pública; entre estos, cabe mencionar el financiamiento ilimitado mediante el mecanismo Target 2, las operaciones de financiamiento a más largo plazo (LTRO por sus siglas en inglés) y el programa de compra de bonos soberanos en los mercados secundarios (OMT por sus siglas en inglés).

Segundo, y de manera más fundamental, las reformas, estructurales en la Unión Europea se comprometieron de forma creíble con establecer firmemente la congruencia entre el régimen del tipo de cambio y el resto de la estructura macroeconómica e institucional de la zona del euro. Aquí me gustaría destacar las siguientes decisiones de política:

- La creación de un sólido Mecanismo de Estabilidad Financiera.
- El reforzamiento de la gobernanza en materia fiscal, a tal grado que estuvo muy cerca de establecerse una unión fiscal.
- La propuesta de una unión bancaria, respaldada por una supervisión centralizada y un régimen de resolución que abarque a toda la zona del euro.
- Un impulso importante al mejoramiento de la competitividad en la región, para incrementar el crecimiento potencial y la creación de empleos.

No menos importante ha sido la gigantesca voluntad política de los líderes europeos para mantenerse unidos y ratificar su compromiso conjunto con una moneda única.

Un pilar de toda esta estrategia ha sido el mecanismo OMT, ya que tendió un puente entre la provisión de liquidez de emergencia y las medidas de respaldo a corto plazo y las reformas fundamentales, a más largo plazo, el cual ha estado anclando, hasta ahora, la credibilidad de la moneda única. Recuerden que por medio del mecanismo OMT el

BCE está dispuesto a adquirir cantidades ilimitadas de deuda soberana, siempre y cuando el emisor haya aceptado las condiciones establecidas por la Unión Europea, y esté actuando en consecuencia. Esta fue una jugada maestra por parte del BCE.

Después de estas dificultades y tribulaciones, comenzamos 2013 con más optimismo sobre el futuro de la economía mundial. Los factores clave para mejorar el sentimiento de los mercados han sido los siguientes:

- La contención, hasta ahora, del abismo fiscal en Estados Unidos.
- La permanencia de Grecia en la zona del euro.
- Que muchos países de la periferia europea han tenido un progreso sostenido en sus ajustes fiscales y del sector externo, recuperando el acceso a los mercados de capitales.
- El progreso gradual en el diseño y ejecución de las reformas estructurales en Europa.
- El mayor crecimiento en China.

El apetito por el riesgo entre los inversionistas ha regresado y la búsqueda del rendimiento opera con fuerza. Ha habido considerables entradas de capital en Europa, con una redistribución interna de los recursos en la zona del euro, lo cual ha provocado una importante mejora en los costos de endeudamiento para las economías periféricas. También han llegado recursos a los mercados emergentes, generando una disminución de los diferenciales de riesgo de crédito y una apreciación de las monedas nacionales. El cambio de ánimo ha sido tan fuerte que algunos han expresado su temor de que los mercados financieros estén siendo demasiado optimistas, ya que existe la posibilidad de que se presenten desajustes en los precios de algunas categorías de activos. En ciertas economías están surgiendo preocupaciones por la presencia de burbujas de precios de algunos activos que están siendo propiciadas por auges de crédito, aunque quisiera destacar que esto no sucede aún en México.

Sin embargo, es apropiado hacer una advertencia. Siguen existiendo vulnerabilidades significativas y riesgos a la baja. Permítanme señalar las más importantes:

- La economía de Estados Unidos podría aún verse afectada por el abismo fiscal. Es motivo de preocupación no sólo el ajuste fiscal potencial, sino también que se pospongan decisiones de inversión y de gasto debido a la incertidumbre relacionada con este tema.
- En la zona del euro la estabilidad sigue siendo frágil, ya que todavía depende del apoyo masivo de las autoridades, en especial del BCE.
- Si bien se ha avanzado en delinear las medidas de políticas sustantivas que son esenciales para el restablecimiento de la congruencia entre el régimen cambiario de la zona del euro y el resto de la estructura macroeconómica e institucional, algunos detalles relevantes siguen en etapa de planeación, y una vez que se decida sobre ellos, se necesitará que sean legislados y aplicados. Las demoras o los ajustes incompletos podrían iniciar la erosión de la aún incipiente confianza de los mercados.
- La zona del euro ha estado en recesión con altos índices de desempleo por bastante tiempo, y se espera que esta situación se mantenga durante el año 2013. La reactivación del crecimiento ha sido un reto dadas las restricciones fiscales que enfrentan muchos países europeos, la necesidad de sanear las finanzas de los hogares y las limitaciones actuales de algunas instituciones de crédito que están en un proceso de desendeudamiento.
- Cabe destacar una tendencia incipiente encabezada por algunos países avanzados como Japón, pero también adoptada por algunos mercados emergentes, de usar la política cambiaria como un instrumento para mejorar (o al menos para defender) la competitividad, promover las exportaciones, y por estos medios impulsar el

crecimiento. El problema con este enfoque es que al manipular los ajustes del tipo de cambio nominal, el efecto en la competitividad tiende a ser temporal en el mejor de los casos, al tiempo en que se incurre en dos grandes riesgos: *a)* que la búsqueda de un *atajo* para lograr el crecimiento y la prosperidad pueda demorar la adopción de reformas estructurales que genuinamente podrían generar los efectos deseados sobre la competitividad y el crecimiento, y *b)* la posibilidad de represalias por parte de otros países, lo cual podría desatar una grave turbulencia en los mercados financieros internacionales.

- Si bien la mayoría de los mercados emergentes tienen economías estructuralmente sólidas, las grandes entradas de capital pueden generar vulnerabilidades en la estabilidad financiera por medio de auges de crédito y burbujas de precios de algunos activos, y la concomitante apreciación de la moneda nacional en términos reales podría afectar su crecimiento, en especial dado que, como ya mencioné, algunas importantes economías avanzadas están buscando de manera activa e independiente una estrategia de depreciación real del tipo de cambio. Como mencioné recientemente en un discurso en Singapur, mi temor es que se podría estar formando la tormenta perfecta como resultado de: primero, los masivos flujos de capital que se están orientando hacia algunas economías de mercado emergentes y varias economías avanzadas con un sólido desempeño; segundo, la aparición de burbujas, caracterizadas por desajustes en los precios de algunos activos; y tercero, el potencial viraje de los flujos de capital cuando las economías avanzadas más importantes comiencen a abandonar su postura de política monetaria acomodaticia.

Esta secuencia simplificada de eventos potenciales plantea un importante reto de estabilidad financiera para muchos países receptores de capital.

De más está decir que lo que acabo de esbozar es, el mejor de los casos, un panorama aleccionador. Este es el telón de fondo que enfrentamos hoy aquí en Moscú, en el inicio de la presidencia del G20 por parte de Rusia. Calificaría esta situación inicial como mejor que la que enfrentaba el mundo a principio de las presidencias del G20 de Francia o de México, pero desde luego no lo suficientemente buena como para permitirnos cantar victoria. Por lo tanto, siguen presentes grandes desafíos que no dan lugar a la complacencia.

¿Qué significa esto para el G20? Como mínimo deberíamos perseverar en el cumplimiento de los principales compromisos que asumimos en México el año pasado. La agenda es amplia y ambiciosa, y es urgente que ofrezcamos resultados. Pero esto no elimina la posibilidad de la aparición de nuevos problemas, ni que no debemos concentrar nuestros esfuerzos en metas específicas, más apremiantes. En este sentido, permítanme mencionar, desde mi perspectiva, cuáles deberían ser nuestras prioridades.

Primero, el G20 debería recuperar su orientación hacia la búsqueda de un fin común. Dado que los ciclos económicos y de crédito han divergido en distintas partes del mundo, se ha debilitado el consenso y la voluntad hacia la coordinación y colaboración de políticas. No debemos olvidar que vivimos en un mundo interconectado y que, por lo tanto, una solución cooperativa a los problemas que enfrentamos sería mucho más provechosa en términos de los beneficios que generaría, tales como un mayor crecimiento económico y la creación de empleo en un contexto de estabilidad financiera, así como en términos de la minimización de los inevitables costos de los ajustes. En este sentido, es esencial que cada país evite el uso proactivo de políticas cambiarias con el fin de lograr ventajas competitivas. Del mismo modo, debemos evitar que se debilite el potencial de las importantes reformas en materia de regulación y supervisión del sector financiero que se están llevando a cabo, por acciones de países que están en la fase de su implementación que evitan que existan condiciones

de competencia igualitaria, elemento que ha sido clave en nuestros debates y decisiones. Para ilustrar lo que quiero decir, yo percibo como una fuente de incertidumbre, que está demorando la plena recuperación de los mercados financieros internacionales, las diversas propuestas para modificar estas reformas tales como la regla de Volcker, la solución de Vickers o las recomendaciones contenidas en el informe Liikanen. La armonización regulatoria debe beneficiarnos a todos, por lo tanto, desviarnos de esta meta sería perjudicial para el proceso de recuperación.

Segundo, respecto de la arquitectura financiera internacional, no debemos dejar de lado nuestro compromiso para fortalecer a las instituciones financieras internacionales más relevantes, como el FMI. En México, el G20 cumplió con lo prometido en términos de mejorar la capacidad de préstamos del Fondo con el compromiso de varios países de prestar recursos a la institución, en el entendido de que también alcanzarían progresos en la revisión del nivel de cuotas y en el rediseño de la fórmula para establecerlas. Creo firmemente que el Fondo continuará desempeñando un papel relevante, siempre y cuando su capacidad de préstamo esté basada en el monto de las cuotas de sus miembros y la distribución de estas continúe otorgando legitimidad a la institución. Lamento la falta de avances en este frente, y espero que el proceso pueda ser revitalizado aquí en Moscú.

Creo también que no hemos progresado lo suficiente en nuestros esfuerzos colectivos para evitar futuras crisis. Esta es una línea de trabajo muy importante para el proceso de reforma de la arquitectura financiera internacional. A veces tengo la impresión de que no somos lo suficientemente inquisitivos como para preguntarnos seriamente a nosotros mismos de dónde vendrá la próxima crisis. Digo esto porque cada vez es más frecuente que las crisis nos tomen por sorpresa al tener como origen una fuente insospechada. Las crisis financieras tienden a parecerse a los infartos provocados por la presión arterial elevada. Como ustedes saben, en la jerga médica a la

presión arterial se le conoce como *el asesino silencioso*. Me temo que en los sistemas financieros modernos estamos expuestos a demasiados *asesinos silenciosos*, por lo que es nuestra obligación mejorar nuestras habilidades para descubrirlos a tiempo. En este sentido, considero que es fundamental mejorar nuestros sistemas de alerta temprana, ampliar la aplicación de pruebas de resistencia y ahondar en la supervisión multilateral y en la identificación de los efectos de contagio de las decisiones de política de las principales economías avanzadas.

Tercero, debemos ser capaces de reaccionar de manera oportuna ante las amenazas a la estabilidad financiera que podrían estarse fraguando hoy y que ya hemos identificado. Me refiero por ejemplo a la probabilidad de que ocurra la tormenta perfecta a la cual aludí anteriormente. Sin duda, la política monetaria implementada por las principales economías avanzadas ha contribuido a generar un entorno propicio para que ocurran inmensas redistribuciones de capital entre países y mercados, guiadas por la búsqueda de rendimiento. Pero al mismo tiempo, creo que estas decisiones de política han sido esenciales para la resolución de la crisis, y seguirán siéndolo; por lo tanto, necesitamos aprender a vivir con ellas. Asimismo, los mercados emergentes tienen que aceptar el hecho de que dado el proceso dual recuperación actual, con los mercados emergentes creciendo mucho más rápidamente que las economías avanzadas, es de esperarse que se dé cierto grado de apreciación en sus monedas. Por otra parte, las economías receptoras de flujos de capital, principalmente las emergentes, tienen un límite para la cantidad y la velocidad de entradas de capital que pueden administrar, por encima del cual se podrían producir desajustes en los precios de algunos activos, incluyendo las apreciaciones de sus divisas hasta niveles de fuera de una situación de equilibrio, lo que podría provocar vulnerabilidades para la estabilidad financiera.

¿Qué puede hacerse al respecto? Para empezar, los países receptores podrían intentar expandir su

capacidad para captar entradas de capital, ajustando su postura fiscal y aplicando reformas estructurales para amplificar el uso productivo potencial de los recursos adicionales. Lamentablemente, también existe un límite para esta medida. De hecho, algunos países ya han agotado esta instancia. La única alternativa que les queda sería la aplicación de políticas macroprudenciales. Estas políticas pueden implementarse usando tres tipos de instrumentos: *a)* instrumentos de capital, tales como los requerimientos de capital anticíclicos, o aprovisionamiento dinámico; *b)* instrumentos de liquidez, como requerimientos de liquidez anticíclicos; y *c)* instrumentos sustentados en los activos, tales como las restricciones en la relación de préstamo a valor (LTV, por sus siglas en inglés) y en los coeficientes de deuda a ingreso (DTI, por sus siglas en inglés). También debería considerarse la intervención en los mercados cambiarios y la disminución de las tasas de interés de referencia, en especial

si el límite de cero no es una restricción aún, pero personalmente me inclinaría menos por utilizar los controles de capital. Ahora bien, ¿cómo puede un foro como el G20 contribuir a todo esto? Diría que en dos aspectos.

Primero, si bien ya mencioné que, en términos generales, deberíamos apoyar las políticas monetarias de las economías avanzadas, creo que estamos autorizados para exigirles su mayor esfuerzo para que estas sean aplicadas de manera tal que se minimice la volatilidad de los mercados financieros internacionales, en especial cuando llegue el momento de abandonarlas.

Segundo, alcanzando un consenso en relación con las mejores prácticas para la elaboración y ejecución de políticas macroprudenciales, de manera tal que estas sean transparentes y estén enfocadas exclusivamente en prevenir vulnerabilidades financieras, evitando así su uso para introducir disimuladamente medidas proteccionistas.

Una comparación de las crisis de deuda en América Latina y la zona del euro

*Enrique Alberola
José María Serena
Sonsoles Gallego*

La crisis financiera global que se inició en 2007 preparó el camino para la crisis, aún no resuelta, de la deuda soberana en la zona del euro. Esta última comenzó en 2009 con los problemas fiscales en Grecia, pero se ha propagado después a otros países miembros que se encontraban en situación de vulnerabilidad; especialmente aquellos que, antes de adoptar el euro, eran más propensos a la inestabilidad económica y financiera.¹ La adopción del euro al inicio pareció atenuar dichas vulnerabilidades, que han resurgido con mayor intensidad tras la eclosión de la crisis financiera global en un contexto de fallas en la gobernanza en la zona del euro.

Por el contrario, en esta ocasión América Latina se ha visto libre de las consecuencias más graves

¹ A efectos de simplificación, en las gráficas se consideran economías con tensiones financieras a Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España, aunque las tensiones se han propagado, al menos con carácter temporal, a algunos otros países.

de la crisis financiera global, pero las tensiones en los mercados de deuda soberana y la inestabilidad financiera son bien conocidas en la historia de la región. Las enseñanzas extraídas de anteriores episodios de crisis han ayudado a los países latinoamericanos a aumentar su capacidad de resistencia en la actualidad y, por lo tanto, podrían ser un referente válido en materia de política económica para otras regiones. En este artículo se comparan los esfuerzos desplegados en el pasado por América Latina con los desafíos a los que se enfrenta actualmente la zona del euro y se resumen las principales conclusiones de este análisis.

1. LA EXPERIENCIA LATINOAMERICANA DE CRISIS

Las crisis financieras recurrentes que han plagado la historia de América Latina tuvieron con frecuencia su origen, aunque no siempre, en los problemas

Los autores, del Banco de España, agradecen los comentarios de Michael Sturm y Francisco Ramón-Ballester del BCE, de Claudio Raddatz del Banco Central de Chile y de Ana del Río, así como el apoyo técnico de Enrique Martínez. El artículo es una adaptación del documento preparado para el VI Seminario de Gobernadores de América Latina y el Eurosistema que tuvo lugar el 7 y 8 de diciembre de 2012, en Santiago de Chile, organizado de manera conjunta por el Banco Central de Chile, el Banco Central Europeo y el Banco de España. Las opiniones expresadas en este artículo son las de los autores y no se corresponden necesariamente con las del Banco de España o del Eurosistema.

fiscales y las tensiones en los mercados de deuda soberana que, normalmente, interactuaron con problemas financieros de carácter más general. El episodio más prolongado y grave fue la crisis de la deuda externa del decenio de los ochenta, desencadenada por el impago de México en 1982, que dio lugar a suspensiones de pago y a la reestructuración de la deuda en muchas otras economías emergentes, a los que se sumó a veces la hiperinflación. Incluso en este episodio regional, se observó una notable disparidad entre unos países y otros. En algunos países, los problemas fiscales surgieron como resultado de los costos de una crisis bancaria (como ocurrió en Argentina y Chile), mientras que, en otros (como Brasil, Perú o Venezuela), fue más evidente la existencia de un sobreendeudamiento del sector público.

En los dos últimos decenios se han logrado avances importantes en materia de estabilidad macroeconómica en América Latina. Han desaparecido las hiperinflaciones y, salvo en unos pocos casos, se ha consolidado un entorno de estabilidad de precios. No obstante, durante el periodo comprendido entre la crisis de México y la de Argentina (1994-2001) abundaron los episodios de tensiones financieras y crisis con la consiguientes pérdidas en términos de renta y riqueza, estrechamente relacionados con los efectos de contagio internacionales de las crisis mexicana, asiática y rusa. Más recientemente, cuando la crisis financiera global afectó a la región, los fundamentos macroeconómicos habían mejorado de forma considerable y las tensiones fueron más suaves y transitorias, lo que sugiere una mayor capacidad de resistencia.

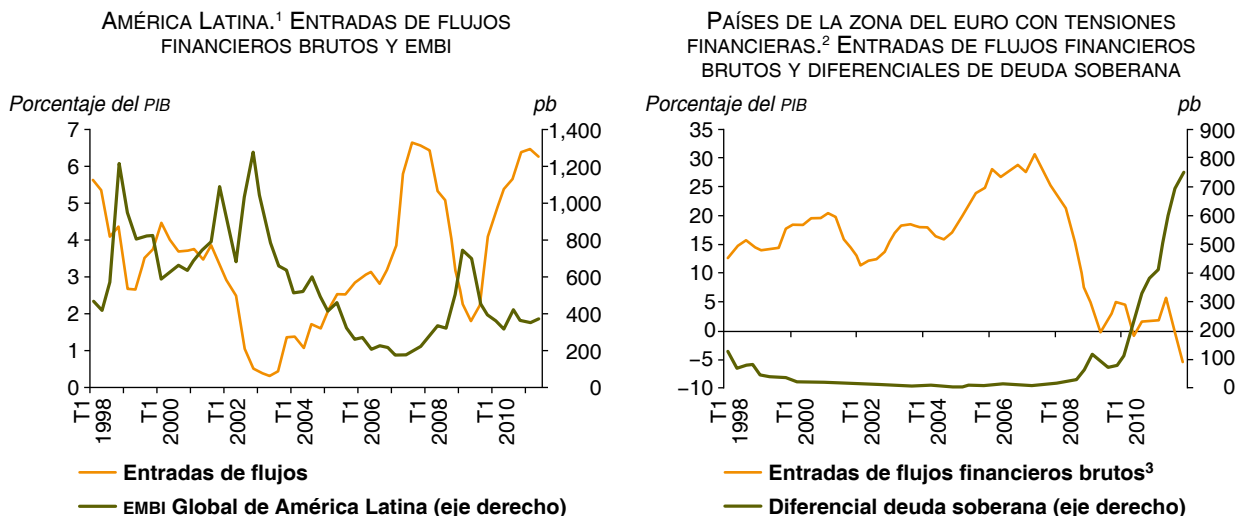
Al examinar los periodos inmediatamente anteriores a los episodios de tensiones financieras se observan algunas características comunes en América Latina. Para definir el contexto, cabe señalar que el dominio de la política fiscal sobre la política monetaria fue una característica que prevaleció durante decenios, asociada a brotes de hiperinflación. La monetización y la inflación fueron consecuencia de los problemas fiscales creados por las

crisis de la deuda. Para superar estos obstáculos, en el decenio de los noventa los países pusieron en marcha planes de estabilización, que entrañaban un ajuste fiscal y económico, y la adopción de un ancla externa mediante tipos de cambio más o menos fijos. Los planes de estabilización estuvieron acompañados de un proceso de liberalización económica y financiera, y de un fortalecimiento de los marcos de política monetaria (ver sección 2). Como resultado de estos cambios, las expectativas de un entorno macroeconómico más estable, junto con la apertura de las cuentas de capital, dieron lugar a una intensa afluencia de capital y a una reducción de los diferenciales de la deuda soberana (ver el panel izquierdo de la gráfica 1). Ello, a su vez, suavizó las condiciones de financiamiento tanto para los prestatarios soberanos como para el sector privado.

En retrospectiva se constata que un factor subyacente a esta fase expansiva fue la progresiva infravaloración de los riesgos. Las agencias de calificación crediticia con frecuencia validaron esta tendencia al mejorar las calificaciones y pasar por alto, en ocasiones, el debilitamiento de los fundamentos económicos. De hecho, las entradas de capital, típicamente en el contexto de regímenes de tipo de cambio fijo, favorecieron la expansión económica, pero en última instancia estimularon los desequilibrios internos y externos, como en el caso de Brasil, México y Ecuador. Algunas de esas entradas de capital fueron en forma de pasivos bancarios de corto plazo y dieron lugar a un rápido aumento de los préstamos en moneda extranjera a los residentes nacionales. Ese aumento fue especialmente pronunciado en México, por ejemplo, antes de la llamada crisis Tequila en 1994 y se tradujo en un incremento de la exposición al riesgo de tipo de cambio tanto de las empresas como de los particulares. Parte del aumento del crédito se canalizó hacia el sector de bienes no comerciables y, en algunos casos, también hacia las administraciones públicas. Las crisis de los años ochenta fueron precedidas por fenómenos similares, aunque en aquel entonces, los mercados

Gráfica 1

FLUJOS FINANCIEROS BRUTOS



Fuentes: FMI (IFS) y Datastream.

¹ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

² Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.

³ Excluido "pasivos otra inversión, autoridades monetarias".

de deuda no estaban tan desarrollados. El grueso de las entradas de capital se produjo en forma de préstamos bancarios internacionales (las entidades de crédito reciclaban petrodólares de las dos crisis del petróleo del decenio de los setenta), que, en su mayoría, financiaron grandes proyectos de infraestructura del sector público.

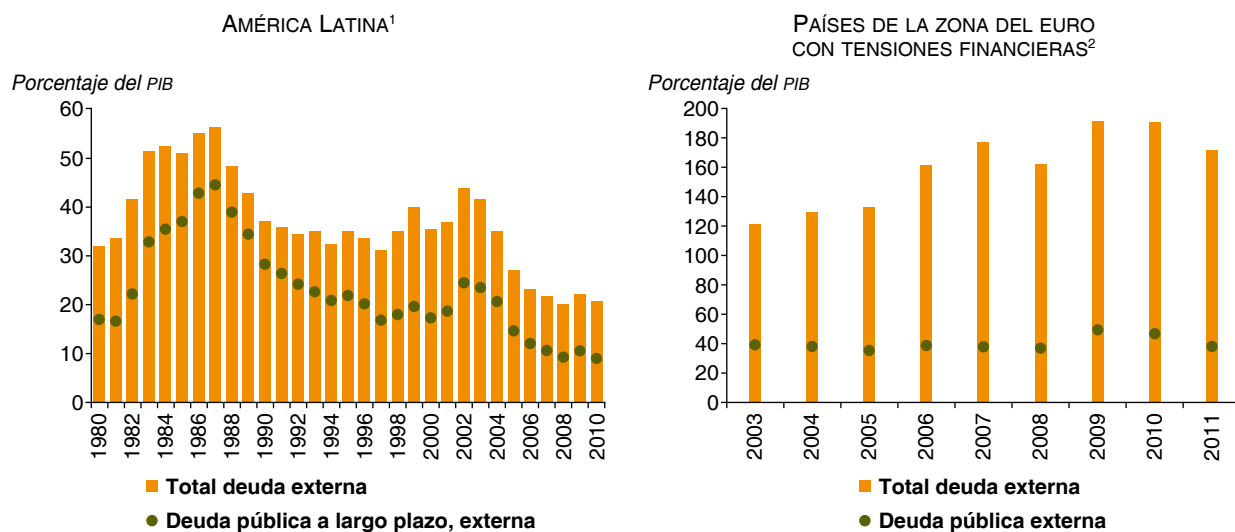
En términos de saldos, los desequilibrios acumulados por los países de América Latina se materializaron en un fuerte incremento de la deuda externa, en particular de la deuda pública (ver el panel izquierdo de la gráfica 2). Esos pasivos eran, en su mayoría, de corto plazo y/o estaban denominados en moneda extranjera debido a la inestabilidad macroeconómica y financiera del pasado o pecado original, en un contexto general de falta de desarrollo de los mercados de capital locales. El flujo que alimentó la deuda externa se reflejó en la acumulación de crecientes y persistentes déficits de cuenta corriente (ver gráfica 3), que avanzaban en paralelo con otros desequilibrios internos (presiones inflacionarias, recalentamiento de la economía, pérdida de competitividad).

Las crisis que siguieron a esta acumulación de desequilibrios también pusieron de manifiesto otros factores de vulnerabilidad, en particular en el ámbito fiscal, que la expansión económica había enmascarado parcialmente. En América Latina, los déficits públicos incluso aumentaron durante la fase de expansión a comienzos del decenio de los noventa, aunque el panorama es heterogéneo entre países y los datos están distorsionados por una inflación muy volátil. El gasto fiscal tendió a crecer a niveles insostenibles y la deuda también tendió a aumentar (ver el panel izquierdo de la gráfica 4).

En los periodos anteriores a las crisis, la acumulación de desequilibrios se prolongaba durante varios años hasta que alguna perturbación externa —como el endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, la crisis asiática, un cambio de tendencia en el ciclo de las materias primas, o un aumento súbito de la aversión al riesgo— situaba en primer plano las vulnerabilidades acumuladas. En ese momento, la percepción del riesgo —tal como se valora en los diferenciales de la deuda soberana— aumentaba bruscamente y se producía una

Gráfica 2

DEUDA EXTERNA



Fuente: Bases de datos del BM, OCDE y BIS.

¹ Media ponderada de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

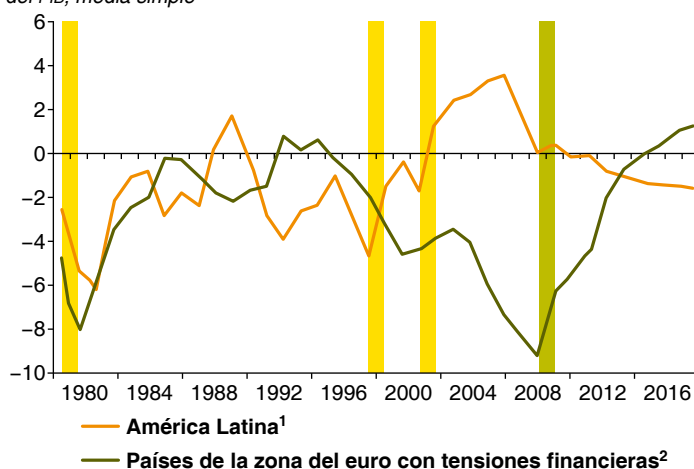
² Media ponderada de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.

Gráfica 3

CUENTA CORRIENTE

AMÉRICA LATINA Y PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO CON TENSIONES FINANCIERAS

Porcentaje del PIB, media simple³



Fuente: FMI (WEO, octubre de 2012).

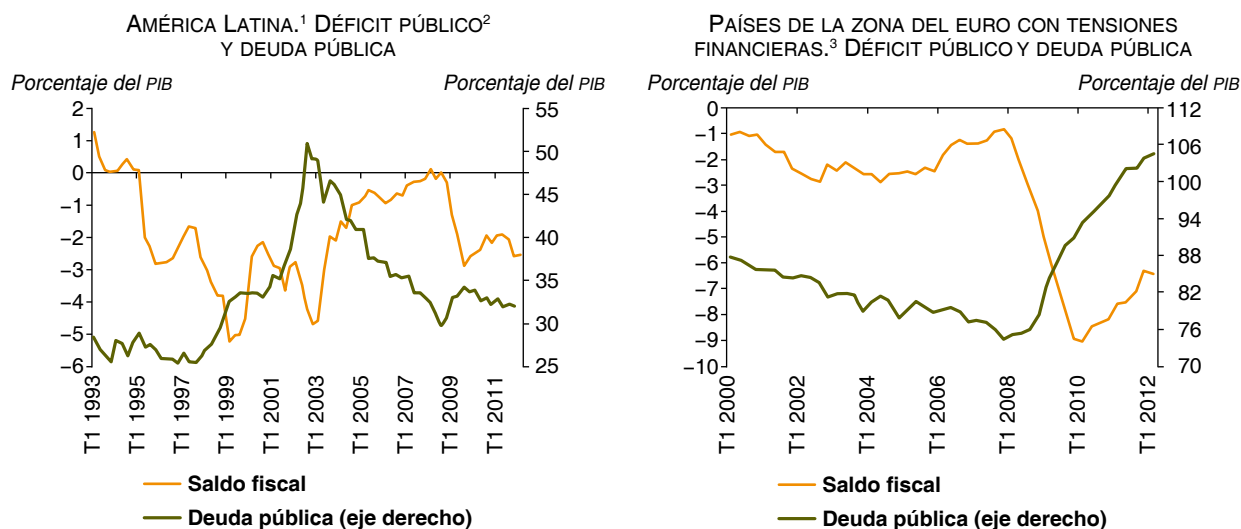
¹ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

² Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.

³ Las barras amarillas representan crisis en América Latina.
La verde, la crisis global de 2008.

Gráfica 4

SALDO FISCAL Y DEUDA PÚBLICA



Fuentes: Organismos nacionales y Eurostat.

¹ Agregado ponderado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

² No incluye Brasil hasta el segundo trimestre de 2005.

³ Agregado ponderado de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.

paralización repentina, o incluso una reversión, de los flujos de capitales provenientes del exterior.

A las crisis solían seguir acusadas contracciones del producto, fuertes aumentos de la deuda pública y, en la mayoría de los casos, sustanciales devaluaciones del tipo de cambio. Parte del aumento de la deuda tenía su origen en la recesión económica y en el costo mayor del financiamiento, pero el ajuste del tipo de cambio nominal también contribuyó a acelerar los niveles de endeudamiento, ya que la mayor parte de la deuda estaba denominada en moneda extranjera. Las devaluaciones del tipo de cambio nominal facilitaron, en última instancia, el necesario ajuste del tipo de cambio real y, por ende, a la larga la recuperación económica (ver la sección 2), pero su primer impacto fue un incremento masivo del tamaño de los pasivos en relación con los recursos internos. Por el contrario, en el decenio de los noventa, la inflación interna no tuvo un impacto sustancial sobre la reducción de la carga de la deuda, debido a que estaba denominada en moneda extranjera y, de hecho, tampoco se disparó después de las crisis (a diferencia de lo

ocurrido en el decenio de los ochenta). El aumento de la deuda –en particular, de la deuda soberana– dio lugar a graves dificultades a la hora de atender las obligaciones de pago e hizo más acuciante la necesidad de proceder al ajuste fiscal.

2. LA CRISIS EN LA ZONA DEL EURO

La descripción anterior muestra similitudes notables con la evolución de los países de la zona del euro que experimentan actualmente tensiones financieras, al menos en términos cualitativos, en la medida en que la paralización repentina de los flujos de capital –en algunos casos acompañados de la fuga de capitales internos– y los efectos de contagio –muy conocidos por la literatura sobre las crisis de los mercados emergentes– se han convertido en características relevantes (ver los paneles derechos de los respectivos gráficos).²

² Ver Enrique Alberola, Luis Molina y Pedro del Río López (2012), “Boom-Bust Cycles, Imbalances and

La Unión Económica y Monetaria (UEM) en Europa estimuló la integración económica y financiera en paralelo con una profundización de la globalización financiera. De hecho, la UEM puede interpretarse como una perturbación de carácter extraordinariamente expansivo para algunos de sus estados miembros, a saber, los que no habían alcanzado una convergencia nominal hasta poco antes de la creación de la UEM, y sus efectos se vieron reforzados por un contexto mundial de holgada liquidez, globalización financiera y valoración errónea del riesgo. Para muchos países, los efectos expansivos de una reducción permanente del costo del financiamiento—los tipos de interés a largo plazo que ya habían alcanzado la convergencia antes de la adopción del euro se comprimieron aún más hasta valores bajos en la moneda única, dado que las primas de riesgo prácticamente desaparecieron—se vieron amplificadas por la abundante afluencia de capital procedente del resto de la zona del euro (panel derecho de la gráfica 1). La supresión de las primas de riesgo es justificable en lo relativo al riesgo de tipo de cambio, que en una unión monetaria irreversible queda eliminado, pero su explicación resultaba menos evidente para el riesgo de crédito, habida cuenta de los distintos niveles de deuda que registraban los estados miembro. A los estados miembro que antes registraban elevados tipos de interés nominales les benefició esta evolución, inducida por un entorno económico más estable y una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios, en particular, mediante una menor carga de la deuda. En este contexto, la situación financiera en los países que habían alcanzado la convergencia de manera reciente era relativamente laxa en comparación con otros estados miembro, pues las tasas de inflación eran persistentemente más elevadas que en el conjunto de la zona del euro. Los mercados, los inversores y las agencias de calificación crediticia subestimaron los riesgos y los desequilibrios que se iban acumulando, y estas

Discipline in Europe”, Banco de España, documento de trabajo núm. 1220.

percepciones favorables también contribuyeron a la complacencia de los responsables de la política económica.

A la creación de la UEM siguió un periodo de crecimiento económico y convergencia real, favorecido por un fuerte aumento de los flujos de capital entre países de la zona del euro, que también contribuyó a la acumulación de desequilibrios. No es sorprendente que, en los diez primeros años de existencia de la UEM, la deuda externa de los países (incluidos los pasivos exteriores entre países del área) creciese de forma significativa (ver el panel derecho de la gráfica 2) y que los déficits por cuenta corriente aumentasen de forma acusada en los países que actualmente registran tensiones financieras (gráfica 3). Las situaciones presupuestarias estructurales también eran menos sólidas de lo que parecían y los mecanismos de supervisión multilateral existentes no hicieron frente al problema. Los gastos se incrementaron de forma sustancial, pero la magnitud del ciclo expansivo supuso que, en algunos casos, incluso se obtuvieran superávits presupuestarios, que ocultaron la fragilidad estructural de las finanzas públicas (panel derecho de la gráfica 4).

La crisis financiera global puso fin a este periodo. No obstante, los diferenciales siguieron siendo bastante reducidos hasta finales de 2009, cuando la crisis fiscal griega hizo aflorar con crudeza las vulnerabilidades de la zona del euro y puso de manifiesto los problemas económicos de varios países, así como las brechas institucionales que existían en la zona del euro (ver la sección 2). La fragilidad de las finanzas públicas, los grandes desequilibrios macroeconómicos—relacionados también con una pérdida de competitividad—y las disfunciones de los sistemas bancarios nacionales dieron lugar, en diferente medida, a un deterioro de la situación financiera de esas economías.³ Se

³ Las turbulencias se iniciaron en Grecia y, luego, se propagaron a Irlanda y Portugal. En el segundo semestre de 2011, la crisis se hizo sistémica al afectar a dos grandes países de la zona del euro, España e Italia, y se produjeron algunos efectos de contagio a

produjo una drástica y persistente interrupción de las entradas de capital y, en conjunción con una reevaluación general del riesgo en los mercados financieros, un pronunciado aumento de los diferenciales de la deuda soberana (ver el panel derecho de la gráfica 1), con algunas características de contagio entre los mercados de deuda soberana de la zona del euro. A los aumentos idiosincrásicos de los rendimientos de la deuda de algunos países siguió un acusado incremento de los rendimientos en otros estados miembros, mientras que la huída hacia activos más seguros comprimió, simultáneamente, los rendimientos de la deuda en otros estados miembros de la zona del euro.

La escasez de financiamiento externo privado se ha compensado, en parte, con financiamiento oficial (de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera y del FMI) y con el recurso de las entidades de crédito a las facilidades del BCE. El ajuste económico y financiero posterior ha frenado el aumento de los pasivos exteriores (panel derecho de la gráfica 2), induciendo una fuerte corrección de los abultados déficits de cuenta corriente —que ahora se sitúan en una posición cercana al equilibrio en términos agregados (gráfica 3)—, pero ha prolongado las recesiones. Por último, la situación presupuestaria (panel derecho de la gráfica 4) ha comenzado a corregirse, como resultado de los esfuerzos considerables de consolidación fiscal. No obstante, debido a la caída de la actividad y, en varios casos, al necesario apoyo fiscal al sector financiero interno, se han disparado los coeficientes de deuda pública con respecto al PIB. Los costos de financiamiento más altos también han afectado

otras economías como Bélgica e incluso Francia. Más recientemente, Eslovenia y Chipre también han experimentado tensiones. Grecia, y en cierta medida Portugal e Italia, podrían considerarse casos con fragilidades subyacentes predominantemente fiscales —con efectos adversos de contagio de las finanzas públicas al sector bancario— mientras que Irlanda y España entrarían más en la categoría de casos de fragilidades subyacentes de carácter financiero, que desembocan en problemas fiscales como resultado de los desafíos a los que se enfrenta el sector bancario.

de forma negativa a las perspectivas de sostenibilidad de la deuda. Además, se ha vinculado estrechamente la evaluación del riesgo de crédito de los emisores soberanos y bancarios, con lo que ha empeorado la situación (ver gráfica 5). El vínculo entre unos y otros ha dañado la transmisión fluida y homogénea de la política monetaria entre todos los estados miembros de la zona del euro y ha dado lugar a una fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro, que amenaza con obstaculizar el flujo de crédito a la economía real.

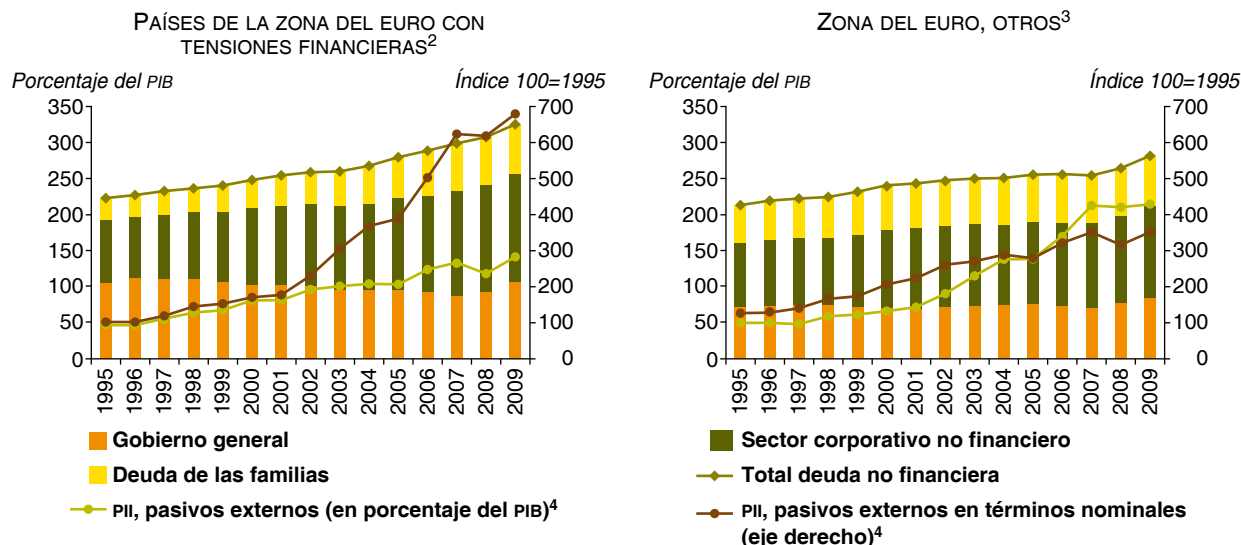
3. DIFERENCIAS FUNDAMENTALES ENTRE AMBAS REGIONES

Pese a estas analogías, hay varias diferencias fundamentales entre la experiencia europea y la de América Latina. Algunas de ellas se deben al hecho de que la zona del euro es una unión monetaria, lo que explica, en gran medida, las características peculiares de la crisis de la zona del euro.

En primer lugar, incluso antes del establecimiento de la UEM, los mercados financieros en todos los países de la zona del euro eran más profundos que en América Latina. Por ello, el tamaño de la deuda del sector no financiero era mayor y gran parte de la deuda se emitía y mantenía dentro del ámbito nacional. Además, la deuda de las sociedades no financieras constituía el grueso de la deuda total, y la deuda pública era menor (ver la gráfica 5, donde se compara la deuda de los países con problemas financieros con la de otros países de la zona del euro).

En segundo lugar, la UEM ha estimulado en gran medida la integración financiera dentro de la zona del euro, en particular en los países que han experimentado dificultades financieras en los últimos años. Este impulso ha estado determinado no solo por la moneda única y por una mayor integración económica, sino también por la percepción generalizada de que los saldos de cuenta corriente en una unión monetaria no eran problemáticos ni preocupantes, en la medida en que se financiaban

Gráfica 5

DEUDA DEL SECTOR NO FINANCIERO EN TÉRMINOS DEL PIB Y PASIVOS EXTERNOS¹

Fuente: Cechetti *et al.*, FMI (IFS) y Milesi Ferretti.

¹ Posición de inversión internacional, pasivos externos. Todos los sectores.

² Media ponderada de Grecia, Italia, Portugal y España.

³ Media ponderada de Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia y Países Bajos.

⁴ Pasivos otra inversión más pasivos deuda (inversión de cartera).

en mercados altamente integrados en la propia unión. De hecho, los pasivos externos, medidos en términos nominales, aumentaron significativamente en los países de la eurozona, y con más intensidad en los que experimentaron más dificultades financieras durante la crisis de la deuda soberana (ver el índice de la posición de inversión internacional correspondiente a los pasivos, gráfica 6). Esta gran disponibilidad de financiamiento externo facilitó el aumento general de la deuda del sector no financiero. En este nuevo entorno, se ha incrementado la dependencia del financiamiento no interno dentro de la zona, pero, en general, sigue siendo más baja que la deuda interna.

En tercer lugar, la deuda no interna de los países de la zona del euro se emite principalmente en la moneda única interna: el euro.⁴ Si bien ello

ha contribuido en gran medida a fomentar la integración financiera al eliminar las primas de riesgo cambiario, también ha contribuido a la infravaloración de otros riesgos –como el riesgo soberano o el riesgo de liquidez– en el periodo previo a la crisis. Así pues, podría haber sido uno de los factores que han erosionado la disciplina de mercado en un entorno global de infravaloración de los riesgos.

Estas diferencias se unen para dar lugar a una cuarta: el periodo más largo de incubación y la mayor magnitud de los desequilibrios en la zona del euro que sugiere la evolución del saldo de cuenta corriente (ver gráfica 3, en comparación con América Latina). Efectivamente, el tamaño de los desequilibrios y la gravedad de las correcciones financieras sugieren que, en el contexto de la UEM,

⁴ Se ha defendido que esta diferencia no es tan significativa, ya que tanto en América Latina como en los países de la zona del euro con dificultades financieras la deuda está denominada en una moneda que no

pueden crear. No obstante, es importante observar que, a diferencia de los países latinoamericanos con problemas, las entidades de crédito de los países de la zona del euro tienen acceso a las facilidades del Eurosistema.

los desequilibrios y las vulnerabilidades pueden acumularse durante un periodo más prolongado que en las economías emergentes –entre otras razones porque, por definición, no existen presiones sobre los tipos de cambio o las reservas y por la infravaloración de los desequilibrios por cuenta corriente, lo cual estuvo relacionado también con fallos en los mecanismos de vigilancia macroeconómica europea. Por consiguiente, mientras que la dinámica subyacente de los desequilibrios en América Latina y en la zona del euro ha sido similar, los umbrales para que variables tales como la cuenta corriente provoquen tensiones en un país son probablemente más elevados para los estados miembros de la UEM.

Por último las respuestas de política económica, como las devaluaciones nominales, utilizadas habitualmente en América Latina, no constituyen una posibilidad para los países que pertenecen a la UEM.

4. CONCLUSIONES

La comparación de las experiencias de América Latina y las actuales turbulencias en la zona del euro nos permiten extraer algunas conclusiones, que pueden resumirse como sigue:

- Las economías de la zona del euro con dificultades financieras están experimentando una típica interrupción súbita de las entradas de capital, que provoca la fragmentación de los mercados financieros y daña un elemento clave de la uem, que es la integración financiera. Las tensiones de la deuda soberana son también elevadas, lo que no es muy diferente de anteriores experiencias de América Latina. La principal peculiaridad es que estas tensiones se produjeron en el seno de una unión monetaria, donde la dependencia cada vez mayor del financiamiento externo (plasmada en un aumento de los saldos de cuenta corriente) no parecía importar, según la opinión generalizada.

- Los periodos de intensa integración financiera con sustanciales flujos de capital tienden a generar desequilibrios, frecuentemente enmascarados por los buenos resultados económicos y reforzados por el comportamiento de los inversionistas y, en muchos casos, con la complacencia de las autoridades. Lejos de inducir disciplina, los mercados financieros suelen comportarse de forma procíclica, lo que alimenta los desequilibrios en épocas de bonanza y agrava la recesión cuando la situación cambia.

- La fijación de los tipos de cambio tiende a estimular las entradas de capital, con las consecuencias antes mencionadas. El hecho de compartir una moneda única, lo que supone la abolición del riesgo de tipo de cambio, sumado a una integración económica europea más profunda ha dado lugar a que los países avancen más en este sentido. El corolario es que la magnitud y la profundidad de los desequilibrios acumulados han sido también mayores.

- Los factores determinantes de las tensiones de la deuda soberana no siempre están ligados inicialmente a problemas con las finanzas públicas. También pueden guardar relación con debilidades fundamentales de la economía o de los sistemas bancarios en general.⁵ Las interrelaciones entre el sector financiero y la deuda soberana pueden exacerbar las tensiones de forma recíproca, lo que se refleja en un aumento de los costos de financiamiento o de los diferenciales en ambos sectores.

Todas estas enseñanzas muestran que es necesario establecer una vigilancia más sólida de los desequilibrios económicos internos y externos. En el caso europeo esto supone el reforzamiento de los mecanismos de supervisión y gobernanza

⁵ Ver Irina Balteanu y Aitor Erce (2012), "Bank Crises and Sovereign Defaults: Exploring the links", mimeo, Banco de España.

tanto a escala nacional como, en el caso de Europa, en la zona del euro. Sin embargo, todo esto no es suficiente si los países no extraen las lecciones adecuadas de las dolorosas experiencias

de las crisis para la configuración de sus estrategias de política interna, tal como muchas de las economías latinoamericanas lo hicieron en el decenio pasado.

Tiempos, acervos y flujos: cómo entender los retos macroeconómicos globales

Claudio Borio

*Or tu chi se', che vuo' sedere a scranna
Per giudicar di lungi mille miglia
Con la veduta corta di una spanna?*

*Mas ¿quién eres tú que sientas cátedra
para juzgar desde lejos a mil millas
con la vista de un palmo corta?*

Dante Alighieri, *La Divina Comedia*, "El Paraíso", Canto XIX

1. INTRODUCCIÓN

No tenía que ser así. La crisis financiera que comenzó en 2007 destrozó la ilusión de la prosperidad ininterrumpida que había prevalecido en gran parte del mundo occidental. No era la primera crisis que se desataba. Y sin duda, no será la última. Luego de cinco años, gran parte de los países avanzados sigue luchando por volver al crecimiento robusto, sostenido. Y la crisis ha seguido mutando frente a nuestros ojos; ahora también ha engullido a los gobiernos. El nuevo epicentro es la zona del euro. Pero, ¿los remezones terminarán allí?

En lo que sigue, buscaré brindar un marco amplio para reflexionar sobre estos temas. ¿Cómo llegamos aquí? ¿Por qué? ¿A dónde iremos desde aquí? ¿Cómo salimos de este derrotero? Son preguntas difíciles. Nadie conoce la respuesta con certeza, pero todos tenemos una perspectiva y nuestra propia narración de los hechos. Esta es sólo otra más, que reposa en el trabajo realizado por el Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Trataré de mirar por debajo de la superficie a veces caótica de la economía mundial. La idea es identificar lo que se podrían denominar como los cambios en sus *placas tectónicas*: las fuerzas profundas que, de manera lenta pero acumulativa,

Banco de Pagos Internacionales. Este ensayo fue preparado para una conferencia dentro de la serie del Munich Seminar, coorganizado por la Universidad de Múnich, el Institute for Economic Research, y el *Sueddeutsche Zeitung* el 15 de octubre de 2012 en Múnich. Los temas explorados aquí se exponen de manera más detallada en otros tres trabajos, que contienen extensa bibliografía: "The Financial Crisis of 2007-?: Macroeconomic Origins and Policy Lessons", en las memorias del Taller del G20 sobre *The Global Economy – Cause of the Crisis: Key Lessons*, 2009 <http://www.g20.org/Documents/g20_workshop_causes_of_the_crisis.pdf>; "Central Banking Post-crisis: What Compass for Uncharted Waters?", en C. Jones y R. Pringle (eds.), *The Future of Central Banking*, Central Banking Publications, 2011 (también disponible, en una versión ligeramente más extensa, como BIS Working Papers, núm. 353, septiembre de 2011); y "The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?", BIS Working Papers, núm. 395, diciembre de 2012. Las opiniones expresadas aquí son personales y no necesariamente reflejan las del Banco de Pagos Internacionales. La versión original en inglés de este discurso puede consultarse en el sitio web del BPI: <<http://www.bis.org/speeches/sp121109a.pdf>>. La traducción del artículo fue realizada por el CEMLA y aprobada por el BPI.

pueden reconfigurar fundamentalmente lo que se ve en la superficie y que los economistas llaman los *regímenes económicos*. Destacaré tres de estas fuerzas: la liberalización financiera, el establecimiento de marcos monetarios antiinflacionarios creíbles, y la globalización del lado real de la economía mundial. Cada una de estas fuerzas, tomadas de manera aislada, es sin duda algo bueno. Todas juntas son algo que vale la pena tener y por lo cual vale la pena luchar. Sin embargo, argumentaré que una falla en la política para ajustarse a ellas ha desempeñado un papel importante en la crisis y en sus consecuencias. Ha dado origen a la reaparición de ciclos financieros marcados, cuyos auges y caídas han provocado caos en la economía y nos han dejado donde estamos hoy.

Pero ¿cuál es la relación entre esto y el título de mi artículo? En realidad, el título destaca dos aspectos clave de esta historia.

En primer lugar, el *tiempo*. A medida que las tres fuerzas profundas se fortalecían a partir de mediados de los años ochenta, estructuraban un entorno en el cual, en términos de Burns y Mitchell, el tiempo *económico* se desaceleraba con respecto al tiempo *calendario*. Esto es, los desarrollos macroeconómicos importantes acontecen a lo largo de mucho más tiempo. La longitud del ciclo financiero es mayor que la del ciclo económico tradicional, del orden de 16 a 20 años o más, en comparación con un máximo de ocho años. Sin embargo, no se han ajustado del mismo modo los horizontes de planeación de los participantes del mercado y de quienes formulan las políticas; en todo caso sus horizontes se han achicado. Esta es una razón crítica por la cual han surgido los problemas actuales y por la cual es tan difícil resolverlos. Y tiene importantes implicaciones para la sustentabilidad del crecimiento, para la regulación financiera y las políticas fiscal y monetaria.

En segundo lugar hablaremos de *acervos* (*stocks*) y *flujos*. En el nuevo entorno, los acervos han pasado a dominar la dinámica económica, en particular los grandes acervos de activos, y especialmente de deuda. Los acervos se acumulan por

encima de la tendencia en tiempos de auge financiero, ya que los créditos y los precios de los activos crecen por encima de sus niveles sustentables y se generan excesos persistentes una vez que el auge se convierte en caída. Los acervos plantean serios desafíos para las políticas. En presencia de políticas de respuesta que reaccionan poco a los auges y mucho a las caídas –en términos económicos, que son asimétricas–, los acervos crecen durante los ciclos económicos consecutivos. Lleva más tiempo lidiar con ellos y hacerlo es también más difícil desde el punto de vista político, debido al efecto considerable en la distribución del ingreso y de la riqueza, tanto dentro de una generación como entre ellas. Esto es así tanto para la deuda privada como para la pública. Si no se logra abordar el tema de los acervos de manera eficaz se podría generar inestabilidad en el sistema.

Si este diagnóstico es acertado, no es difícil en este caso hallar la cura, aunque puede ser extraordinariamente difícil de administrar. En resumen, se trata de prolongar los horizontes de las políticas, poner en práctica políticas más simétricas y abordar de manera directa los problemas de deuda. Gran parte de mi exposición buscará concretar estos tres lineamientos. El riesgo final si no se realizan estos ajustes es que se produzca otro movimiento en las placas tectónicas que defina una nueva época: el riesgo de un retroceso que nos lleve nuevamente a una era de proteccionismo financiero y comercial, como así a la inflación.

Mi ensayo se estructura de la siguiente manera: la segunda sección muestra el panorama amplio. Considera el carácter cambiante de las fluctuaciones económicas, destaca el papel de los ciclos financieros y su relación con los mecanismos estructurales institucionales, las decisiones de políticas y los horizontes. La tercera sección se enfoca en los retos de política. Comienza con un resumen de la situación actual, vista a través de la lente del ciclo financiero. Luego explora el reto inmediato y más coyuntural de cómo volver a un crecimiento autosustentable y sostenido, y luego el reto a más largo plazo y más estructural de cómo adaptar los

marcos de política para abordar el ciclo financiero, si bien esto no debe interpretarse de manera secuencial. La exposición abarca las políticas de regulación y supervisión financieras (especialmente las prudenciales), y las políticas fiscales y monetarias. Si bien mi enfoque es sobre la economía mundial, destacaré los aspectos específicos de la situación europea.

2. EL PANORAMA AMPLIO

2.1 HECHOS ESTILIZADOS: LA PERSPECTIVA DE UN HISTORIADOR ECONÓMICO

Imaginemos a un futuro historiador económico analizando en retrospectiva las grandes tendencias macroeconómicas desde el primer choque petrolero a principios de los años setenta hasta nuestro presente. ¿Qué observaría en un periodo histórico más prolongado? Consideremos, por este orden, los resultados más sobresalientes, el telón de fondo intelectual, las características de la crisis bancaria y los acuerdos institucionales.

En cuanto a los resultados, sin duda quedaría sorprendido por un cambio importante en la conducta inflacionaria: desde alta y variable a baja y estable, con un punto de inflexión aproximadamente en los primeros años ochenta. Al mismo tiempo, también consideraría el importante aumento de las crisis financieras, en especial las bancarias, con graves consecuencias macroeconómicas, tanto para las economías de mercado avanzadas como para las emergentes.

Con la lectura de los textos contemporáneos de economía para entender el telón de fondo intelectual, seguramente le parecería irónico que la visión prevalente en este tiempo fuera que la estabilidad de precios era una garantía para la estabilidad macroeconómica. Y así fue en gran parte de Occidente durante el inicio de los años dos mil, la llamada Gran Moderación: una era dorada de producción estable y baja inflación. Esta convicción no se vio muy afectada por las crisis bancarias

que golpearon a las economías de mercado emergentes en los ochenta y noventa, ni tampoco por la crisis en los países nórdicos y en Japón. Parafraseando a Reinhart y Rogoff, lo que parecía imperar no era el síndrome de “esta vez las cosas son diferentes”, sino el no menos insidioso síndrome de “nosotros somos diferentes”. Hizo falta la Gran Crisis Financiera, como rápidamente la denominaron los contemporáneos, que se desató en 2007, para cuestionar tanta complacencia.

El historiador también señalaría que la experiencia de esos años de ninguna manera fue única. Fluctuaciones económicas similares, en las que la baja inflación había coexistido con crisis bancarias ocasionales, habían sido bastante comunes en los días del patrón oro, cuando los países habían fijado sus monedas al oro. Ciertamente, un largo auge económico, con inflación baja y estable, había llevado a otro momento definitivo en la historia de la economía: la Gran Depresión en Estados Unidos a inicios de los años treinta. Entonces, al igual que más adelante, se habló de una prosperidad permanente, el fin de la tiranía del ciclo económico. Cuánto más cambian las cosas, más se mantienen iguales...

Nuestro historiador entonces pasaría a un nivel más profundo de análisis y se preguntaría: “¿Las crisis bancarias, como las familias desdichadas de las novelas de Tolstoi, son todas diferentes? ¿O son más como sus familias felices: todas iguales?”. Pensaría que es demasiado fácil ubicar las características idiosincrásicas de una crisis. No había, por ejemplo, productos estructurados a principios del decenio de los treinta. O, sólo como otro ejemplo, las crisis en Japón y en los países nórdicos habían causado un caos en los sistemas financieros basados en la banca; mientras que la Gran Crisis Financiera posterior se originó en Estados Unidos, con su sistema financiero plagado de titulizaciones y basado en los mercados de capitales. O, nuevamente, la crisis en Finlandia se había desatado luego del colapso de su principal socio comercial, la Unión Soviética, mientras que en 2007 no hubo choques externos obvios. Y el historiador podría

encontrar muchos otros ejemplos. Sin embargo, rápidamente se daría cuenta de que el enfoque en las idiosincrasias pecaría del síndrome “somos diferentes” de otra guisa. Un entendimiento más completo de las crisis requiere comprender qué tienen en común, no lo que tienen de diferente. Sólo entonces se puede encontrar un remedio confiable. Después de todo, el sistema financiero japonés basado en la banca ¿no se consideraba como superior antes de la crisis bancaria del país? ¿Y no se decía algo similar del sistema financiero basado en el mercado de Estados Unidos antes de la debacle?

Nuestro historiador luego buscaría los patrones comunes. Y rápidamente surgiría uno: las crisis tienden a estar precedidas por importantes auges financieros y seguidas de caídas que dejan profundas cicatrices en el tejido económico. En otras palabras, están estrechamente vinculadas con picos en el ciclo financiero. El comportamiento conjunto de los precios del crédito y de los activos, en especial los precios de la propiedad, registra estos ciclos de manera notable. Y como las crisis bancarias son eventos infrecuentes en un determinado país, es natural que estos ciclos sean muy prolongados. Su magnitud es de entre 15 y 20 años.

Al leer más, nuestro historiador se daría cuenta de que la estrecha asociación entre las crisis y los auges y caídas financieras ya había sido reconocida en los albores de la economía como ciencia, el siglo XIX. Durante el periodo de posguerra, economistas como Kindleberger y Minsky habían mantenido vivo el concepto en las márgenes de este campo. Sus trabajos sirvieron de inspiración a la investigación orientada a las políticas antes de la Gran Crisis Financiera, pero pasaron desapercibidos en gran medida ante el contagioso entusiasmo de la Gran Moderación. Los recuerdos son cortos; la arrogancia larga...

Pero la curiosidad intelectual de nuestro historiador no podía parar en este punto. Ya ha establecido que los ciclos financieros fomentan crisis bancarias, con dañinas consecuencias macroeconómicas. También ha señalado que los ciclos financieros

fueron una característica común de la era del patrón oro y del periodo entre mediados de los ochenta hasta nuestros días. ¿Quizás los dos periodos tenían más cosas en común?

La respuesta del historiador sería *sí*. Y esta conclusión haría referencia a las placas tectónicas de la economía mundial: a las instituciones que encarnan sus regímenes económicos. En ambas eras habían convivido marcos de política monetaria que ofrecían una razonable estabilidad de precios con mercados financieros liberalizados y mercados de bienes, de capitales y trabajo muy integrados. En realidad, se han conocido como la primera y segunda ola de la globalización. La exitosa lucha contra la inflación se remontaba a principios de los años ochenta y gradualmente se expandió a todo el mundo a partir de este momento. Para mediados de los años ochenta, las autoridades habían liberalizado en gran parte los mercados financieros internos, y para fines de ese decenio, en términos de Padoa-Schioppa y Saccomanni, el sistema financiero mundial había pasado de estar liderado por los gobiernos a estarlo por los mercados. La integración de los mercados de bienes e insumos había comenzado mucho antes en el periodo de posguerra, pero dio un salto cuantitativo en los noventa, cuando los antiguos países comunistas ingresaron en el sistema de producción capitalista. Como decía Thomas Friedman, “el mundo se ha vuelto plano”, aunque debió haber añadido “una vez más”.

2.2 HECHOS ESTILIZADOS: UNA INTERPRETACIÓN

¿Es pura coincidencia esta similitud entre estructuras profundas y resultados económicos? Yo sugeriría que no. Pero ahora es mejor dejar a nuestro historiador económico, al alejarnos del terreno de los hechos estilizados para adentrarnos en lo que (esperamos) son conjeturas informadas y sus implicaciones para las políticas.

Es razonable pensar que las tres fuerzas poderosas han interactuado para dar forma a las

fluctuaciones económicas. Su conjunción ha hecho que las economías sean más vulnerables a auges y caídas financieras más prolongadas –ciclos financieros– que pueden infligir graves daños en la economía. Durante la fase de auge se desarrollan los *desequilibrios financieros*: los balances generales del sector privado se sobredimensionan a partir de una temeraria toma de riesgos. Estos desequilibrios siembran las semillas de su propia destrucción, y por ende la debilidad económica, la desinflación inoportuna y las tensiones financieras. El alza puede tornarse caída ya sea porque acaba surgiendo inflación incipiente, forzando a los bancos centrales a endurecer su política monetaria, o bien más a menudo porque los desequilibrios colapsan por su propio peso. Esta propiedad de la economía podría denominarse *elasticidad excesiva*. La analogía se hace con una banda elástica, que puede estirarse más y más hasta que en un punto se rompe. Estos auges y caídas financieras necesariamente llevan tiempo en desplegarse. A medida que aparecen, desaceleran el tiempo económico en relación con el tiempo calendario.

¿Cómo podrían las fuerzas tectónicas interactuar para generar este resultado? En primer lugar, la liberalización de los mercados hace que sea más probable que los factores financieros en general y los auges y caídas en el crédito y en el precio de activos en particular, guíen las fluctuaciones económicas. La economía, en lugar de estar estrechamente ligada a las limitaciones de flujo de caja se ve impulsada por percepciones vagamente ancladas en el valor de los activos y los riesgos, críticamente respaldadas por una mayor disponibilidad de crédito. De hecho, está documentado el vínculo entre las liberalizaciones financieras y los posteriores auges en el crédito y en el precio de los activos.

Segundo, el establecimiento de regímenes que producen una inflación baja o estable, respaldada por la credibilidad de los bancos centrales, puede hacer menos probable que una expansión económica insustentable se manifieste primero como una inflación creciente y más probable que lo haga mediante incrementos insustentables en el crédito

y en el precio de los activos (la *paradoja de la credibilidad*). Después de todo, las expectativas estables hacen que los precios y los salarios sean menos sensibles a la desaceleración económica: esto es precisamente lo que han esperado que suceda tanto quienes formulan la política como los economistas.

Finalmente, la globalización de la economía real ha dado un importante empuje al crecimiento potencial global: lo que los economistas llamarían un secuencia de *choques de oferta* positivos o una expansión en la frontera de posibilidades de producción de la economía mundial. Pensemos en cómo se fomentó la capacidad de producción cuando China y otros países comunistas se unieron al sistema de comercio mundial. Sin embargo, seguramente también ayudó a mantener una baja inflación y sembrar el terreno fértil para los auges del crédito y del precio de los activos.

2.3 POLÍTICA Y HORIZONTES: EL PAPEL DE LA PRECRISIS

Hasta aquí, el cuadro general, el de las placas tectónicas. Ahora bien, ¿qué decir de las decisiones adoptadas por las autoridades que se enfrentaron a estas fuerzas? Al menos en retrospectiva, ha quedado claro que sin darse cuenta avivaron el fuego antes de la Gran Crisis Financiera. Tuvieron mucha fe en la habilidad del mercado para autocorregirse, no entendieron que la nueva situación requería de nuevos marcos de política, y aun cuando lo entendieron, les resultó muy difícil cambiar el curso: estaba en riesgo un gran capital de reputación y, después de todo, ¿para qué arreglar algo que no se ha roto aún?

Consideremos, a las autoridades fiscales, monetarias y prudenciales, respectivamente. Las autoridades prudenciales convergieron en marcos que se concentraron demasiado en la seguridad y en la solidez de las instituciones individuales y poco en el sistema en su conjunto, marcos en los cuales rara vez aparecía el ciclo financiero y la macroeconomía. Se enfocaron demasiado en

algunos árboles y perdieron de vista al bosque. En la jerga moderna, tuvieron un enfoque demasiado *microprudencial*, en contraste con el *macroprudencial*. Las autoridades monetarias, con la experiencia fresca de la Gran Inflación, se enfocaron en estabilizar la inflación a corto plazo. No podían justificar el aumento en las tasas de interés si la inflación era baja y estable, y mucho menos si estaba a la baja, aun cuando se estuvieran acumulando desequilibrios financieros. Como resultado, los desequilibrios estuvieron cada vez menos controlados. Y las autoridades fiscales no se dieron cuenta de que los auges financieros embellecían las cuentas fiscales y que la caída en algún momento los enfrentaría a cuentas inmensas: una carga más pesada que la bien conocida e igualmente inmanejable derivada del envejecimiento de la población.

Subyacente a estas fallas estaba la tendencia natural a sobrestimar el crecimiento y la producción sustentable. La idea de que la inflación era el único indicador de la falta de sustentabilidad fue particularmente insidiosa. Una vez más, los factores financieros no aparecían en este paisaje. Este fue el mensaje constante del paradigma macroeconómico intelectual, tanto como un reflejo del signo de una era (el *Zeitgeist*) como una contribución a este.

Los cortos horizontes de política también desempeñaron un papel central en esto. Gran parte de la política macroeconómica se centra en la idea del ciclo económico. Tal como se lo concibe y mide, el ciclo económico tiene una duración máxima de ocho años. Y, sin embargo, hemos visto que el ciclo financiero dura al menos dos veces más. Ya que los auges y las caídas de los ciclos financieros tienen importantes consecuencias para la actividad económica, no tenerlos en cuenta puede generar graves desviaciones en la elaboración de políticas. Es como si, en un mar abierto, los marineros lograran montar las pequeñas olas con todo éxito pero no tomaran consciencia de un *tsunami* que se está formando debajo de ellos: una ola que crecerá y romperá sólo cuando llegue a la costa.

A modo de ilustración, consideremos la experiencia de algunas economías avanzadas a mediados de los años ochenta y a principio de los noventa, y en el periodo 2001-2007. En ambos episodios, quienes formulan la política reaccionaron enérgicamente contra el colapso del precio de las acciones: las crisis del mercado mundial de acciones de 1987 y de 2001 que acompañaron a una desaceleración económica o a una verdadera recesión. Se recortaron las tasas de interés y, en mayor o menor medida, se distendieron las riendas fiscales. Sin embargo, en ambos episodios, los precios del crédito y de la propiedad –los indicadores más relevantes del ciclo financiero– continuaron en alza, como si hubieran tomado un segundo aire. Los desequilibrios financieros crecieron más aún. Y en unos pocos años, el auge del crédito y del precio de las propiedades colapsó, provocando graves daños financieros y arrastrando con ellos a la economía. Esto es lo que le sucedió a Japón en el primer episodio y a Estados Unidos y al Reino Unido en ambos. Desde una perspectiva a mediano plazo, congruente con la longitud del ciclo financiero, las desaceleraciones o contracciones en 1987 y 2001 pueden ser consideradas como *recesiones no terminadas*. La *sobrerreacción* inicial a los acontecimientos económicos a corto plazo, seguidos de una escasa reacción ante la mayor acumulación de desequilibrios financieros, provocó más problemas graves con el tiempo.

Pero los horizontes a corto plazo no son sólo un problema para los que elaboran la política económica. Son un problema mayor aun para el sector privado, especialmente para los participantes en el mercado financiero. Aquí, los horizontes de los operadores pueden ser tan cortos como un día, minutos o hasta microsegundos. En términos más generales, los horizontes rara vez se extienden más allá de un año, limitados por el ritmo de las convenciones sobre cuándo se debe presentar información en el segmento financiero. Además, los horizontes se han estado achicando: la tecnología ha acelerado los acontecimientos; la adopción de

la contabilidad por el valor razonable ha traído el futuro indefinido a un presente efímero; el monitoreo más estricto ha pasado a ser un monitoreo más frecuente. Estos horizontes a corto plazo están incrustados en las herramientas de medición de riesgo tales como el valor en riesgo, en estrategias de negociación habituales tales como el *momentum trading*, y técnicas de crédito tales como la titulización. Por ejemplo, los modelos de riesgo dependen de historias de datos extraordinariamente cortas, que rara vez se extienden más allá de algunos años, y proyectan resultados a corto plazo, casi siempre a días y como máximo a un año. Quizás la idea de horizontes cortos quede mejor plasmada en las famosas palabras de Chuck Prince, por entonces CEO de Citigroup, hablando de “mientras suena la música hay que levantarse y bailar”. Fue justo antes de que se desatara la crisis.

El resultado final es que las expectativas de los participantes del mercado, una vez que se incorporan a los precios del mercado, parecen sencillas de extrapolar: siguen la tendencia hasta que es demasiado tarde. De ahí lo que podría denominarse como la *paradoja de la inestabilidad financiera*: el sistema financiero parece más fuerte precisamente cuando es más vulnerable. El crecimiento del crédito y los precios de los activos son generalmente fuertes, el apalancamiento medido a precios de mercado es artificialmente bajo, y la prima de riesgo y la volatilidad se hunden a los niveles más bajos posibles precisamente cuando el riesgo está en su mayor nivel. Lo que parece bajo riesgo es, en realidad, una señal de toma de riesgo excesiva. La crisis reciente simplemente confirma una vez más esta situación.

Se ha instalado un círculo vicioso. La interacción del instinto de los participantes del mercado, el incesante alboroto de los medios las veinticuatro horas del día y la respuesta de quienes formulan las políticas se torna cada vez más fuerte; como resultado, los horizontes se vuelven más breves aún.

Por lo tanto, la búsqueda de culpables de la Gran Crisis Financiera se parece mucho a la famosa

novela *Crimen en el Expreso de Oriente* de Agatha Christie. Pero entonces, ¿quién es el asesino? Resulta que lo son todos los pasajeros del tren. ¿Ahora quién es el culpable? Resulta que todos nosotros.

3. DESAFÍOS POSTERIORES A LA CRISIS

3.1 EL LEGADO DE LA CRISIS: RECESIÓN DE BALANCE

El análisis a continuación explica la recesión que siguió a la crisis financiera. No todas las recesiones nacen de la misma manera. La típica recesión de posguerra se desató como consecuencia de una política monetaria más estricta para frenar la inflación en alza o una crisis de balanza de pagos. En contraste, la recesión posterior a la crisis financiera es una *recesión de balance*, vinculada a una caída financiera, con inflación estable y baja como telón de fondo. Esto implica que la expansión financiera es más prolongada, los excesos subsecuentes de deuda y de acervo de capital sectorial más grandes y el daño al sector financiero es mucho mayor. También implica que el margen de maniobra de política es muy limitado: a menos que la política se haya aplicado activamente para contener el auge financiero, los mecanismos de contención serán insuficientes. Los amortiguadores de capital y de liquidez de las instituciones financieras colapsarán; se abrirá una enorme brecha en las cuentas fiscales; y las tasas de interés caerán a casi cero. Recuerden Japón en los años noventa.

Una cantidad creciente de pruebas sugiere que las recesiones de balance son particularmente costosas. Tienden a ser más profundas, a dar lugar a recuperaciones más débiles, y a resultar en pérdidas permanentes de producto: el producto puede volver a su *tasa* de crecimiento a largo plazo anterior, pero no a su *rumbo* de crecimiento anterior. Sin duda, hay varios factores que influyen en ello: la sobrestimación del producto y el crecimiento potencial durante el auge; la errónea asignación

de recursos, especialmente de acervos de capital pero también de mano de obra durante esta fase; el efecto opresivo de los excesos de deuda y de capital durante la caída; y los trastornos a la intermediación financiera una vez que aparecen las tensiones financieras.

Cinco años después del inicio de la crisis financiera, los síntomas de una recesión de balance general son evidentes. Los bancos de Europa y, en menor medida, de Estados Unidos continúan débiles, si bien en Estados Unidos son las empresas respaldadas por el gobierno (GSE, por sus siglas en inglés) las que están más expuestas al mercado de hipotecas. Si bien es cierto que los bancos han fortalecido sus coeficientes de capital, sus *swaps* de riesgos crediticios, un indicador de la percepción de solvencia, ha retornado a niveles que no están muy lejos de los que había cuando colapsó Lehman Brothers. Mientras tanto, sus acciones han perdido terreno con respecto al resto de los mercados de valores, y sus calificaciones han sido rebajadas a todos los niveles, tanto las calificaciones que no consideran un eventual apoyo del gobierno como las que lo hacen. Los índices de deuda del sector privado con respecto al PIB, que miden el apalancamiento agregado, son aún más altos. La deuda soberana ha crecido y los emisores soberanos han visto rebajada su calificación. Las tasas de interés de las economías líderes languidecen en un efectivo límite inferior de cero mientras que los balances generales de sus bancos centrales crecen enormemente.

Sin embargo, en escala mundial, hay diferencias significativas entre los países. Aquellos que han experimentado auges y caídas financieros *internos* han enfrentado graves tensiones en los balances *tanto* del sector no financiero *como* bancario; en distinto grado, están viendo el desapalancamiento en ambos sectores. Estados Unidos, el Reino Unido, España e Irlanda son claros ejemplos de esto. Aquellos cuyas instituciones financieras estuvieron expuestas a los auges financieros *en otros países* también padecieron serias presiones sobre sus bancos, pero sus razones de deuda del sector

privado no financiero respecto al PIB generalmente aumentaron más, respaldadas por la expansión del crédito. Son ejemplos notables Alemania, Francia y Suiza. Ciertamente, en Suiza está en curso un fuerte y posiblemente insostenible auge de la vivienda, a pesar del crecimiento económico bastante débil. Aquellos cuyos bancos no estuvieron expuestos directamente a las caídas financieras de las economías maduras, luego de una breve desaceleración, han demostrado ser muy resistentes; muchos de ellos han seguido experimentando auges financieros, a veces peligrosamente parecidos a los de la precrisis en las economías maduras. Entre ellos se encuentran numerosas economías de mercado emergentes y algunas economías avanzadas basadas en las materias primas, entre otras.

Esta situación es particularmente preocupante en la zona del euro. Es allí donde ha sido más intensa la retroalimentación entre la debilidad de los balances de los bancos y los de los gobiernos. Una unión monetaria y económica obviamente incompleta lo ha puesto en evidencia y lo ha exacerbado. Dicho esto, no se debería confundir el síntoma con la enfermedad. Los mercados pueden dar y dan a las autoridades una falsa sensación de seguridad. Son demasiado lentos para reaccionar y, cuando lo hacen, reaccionan violentamente. Hay otros países importantes cuyas posiciones fiscales subyacentes no son más sustentables que las de los países de la zona del euro. Y aun así, a los mercados de bonos parece no importarles, al menos por ahora.

3.2 EL RETO DE POLÍTICA INMEDIATO: VOLVER AL CRECIMIENTO AUTOSOSTENIBLE Y SUSTENTABLE

El reto inmediato de la política económica global es la vuelta a un crecimiento autosostenible y sustentable. Visto a través del lente del ciclo financiero, esto genera temas diferentes entre los países, dependiendo de su situación específica. En un extremo, para aquellos ampliamente alejados de la

crisis y que han estado viendo señales de auges financieros insustentables, el reto es contener estos excesos y evitar sobrestimar la solidez de las posiciones fiscales. Allí donde el ciclo ya podría haber revertido, el desafío es contener el daño. En el otro extremo, para aquellos que estuvieron en el epicentro de la crisis y que ha experimentado un auge y caída financiero *interno*, el desafío es abordar las debilidades en los balances del sector financiero y no financiero. En algún punto intermedio, para aquellos cuyos bancos han sufrido pérdidas por las exposiciones a las caídas financieras *en otros países*, el desafío es solucionar los problemas de los bancos, aun cuando el sector no financiero pudiera estar en proceso de un mayor apalancamiento. Para todos, el reto es garantizar que el gobierno siga siendo solvente o que recupere su solvencia perdida.

En lo que sigue dejaré al lector el desafío de deducir las implicaciones para países específicos. Después me enfocaré en los retos generales que crean las recesiones de balance; esto es, en cómo abordar las caídas financieras. Luego debatiré cómo abordar los auges en la subsección siguiente, considerando los retos a más largo plazo de cómo ajustar los marcos de política (ahora que se entiende mucho mejor cómo abordar los auges esto requiere de menos elaboración).

El principal reto de política en una recesión de balance es evitar que un problema de *acervos* se convierta en un problema prolongado de *flujo*, consecuencias adversas sobre el ingreso, el producto y los gastos. Por lo tanto es fundamental diferenciar dos fases: la gestión de una crisis y su resolución, que difieren en cuanto a sus prioridades. En la *gestión de la crisis*, la prioridad es prevenir la implosión del sistema financiero, para repeler la amenaza en la actividad económica de una espiral descendente autorreforzada. El restablecimiento de la confianza es esencial. Si hay margen para ello, las políticas deberían desplegarse de manera enérgica. Esta es la fase históricamente vinculada con la función de los bancos centrales como prestamistas de última instancia; junto con

el recorte de las tasas de interés, este curso de acción puede ser especialmente útil para promover la confianza. En contraste, en la fase de *resolución de la crisis*, la prioridad es reparar el balance para sentar las bases de una recuperación autosostenible. Aquí resulta esencial abordar directamente el problema del sobreendeudamiento, y la necesidad de ajustar las políticas en consecuencia. Consideremos, por este orden, los papeles de la política prudencial, fiscal y monetaria en esta fase.

La prioridad para la regulación y supervisión debería ser inducir a la reparación completa de los balances de los bancos y apoyar el retorno de los bancos a la rentabilidad sustentable. Esto implica: el total reconocimiento de las pérdidas (reducciones de valor de los activos); la recapitalización de las instituciones (sujeta a pruebas exigentes), que incluya la posibilidad de la propiedad pública transitoria; la selección de instituciones de acuerdo con su viabilidad; la solución del problema de activos no rentables (incluso por medio de su eliminación); la reducción del exceso de capacidad en el sistema financiero; y la promoción de las eficiencias operativas. Esto es precisamente lo que hicieron los países nórdicos cuando se enfrentaron a sus crisis bancarias a comienzos de los años noventa; y es lo que no hizo Japón aproximadamente en la misma época. Esta diferencia fue sin duda un factor clave para su posterior desempeño económico tan distinto. Antes de la crisis reciente, la respuesta de los países nórdicos se consideraba como la manera correcta de actuar.

Esta política tendría varias ventajas. Restablecería la confianza en el sistema bancario. En este momento, por ejemplo, la relación entre el valor de los activos en el mercado y su valor contable está por debajo de 1, y hay poco financiamiento sin garantía disponible para los bancos, especialmente para los europeos. Esta política también desbloquearía los mercados interbancarios y aliviaría la presión sobre los bancos centrales; baste recordar el apoyo de liquidez incondicional y a largo plazo del Eurosistema. Y restablecería los incentivos para distribuir de manera correcta el crédito y para

evitar la toma inapropiada de riesgo. Difícilmente se trata de una coincidencia que las ganancias volátiles por operaciones en los mercados hayan sido la principal fuente de ingresos desde la crisis y que un banco internacional haya tenido recientemente pérdidas cuantiosas en operaciones en su cartera de crédito. A menos que se reconozca plenamente la pérdida, que las instituciones viables se capitalicen y que se induzca a las inviables a salir, se estará incentivando a los bancos a asumir los riesgos equivocados a expensas de los adecuados, y para que cobren de más a los prestatarios viables a expensas de los no viables. Cuando el nivel de deuda en una economía es demasiado alto y debe recortarse para establecer las condiciones para una recuperación autosustentable, la distribución del crédito es más importante que su cantidad total.

La prioridad para la política fiscal debería ser crear las condiciones para que el balance del sector público se utilice para ayudar a reparar el balance del sector privado. Esto se aplica a los balances de instituciones financieras, mediante aportaciones de dinero del sector público (capital) sujeto a la estricta condicionalidad del reconocimiento de la pérdida y a la posibilidad de la propiedad pública transitoria. Pero también se aplica a los balances de los sectores no financieros, tales como los particulares, incluso mediante distintas formas de alivio de deuda.

Esta prescripción contrasta profundamente con una visión generalizada de los macroeconomistas, para los que el *pump-priming* (aumentos en los gastos o recortes de impuestos) es más eficaz durante las caídas. Sin embargo, esta visión supone que las personas desean pedir prestado pero no pueden hacerlo. Pero si ya han adquirido demasiada deuda, es posible que quieran liberarse de esa carga, por lo que el pago de la deuda sería prioritario sobre el mayor gasto. De ser así, incluso el efecto a corto plazo de la expansión fiscal no focalizada (el llamado multiplicador fiscal) sería pequeño. Más que hacer que la economía despegue, podría terminar construyendo puentes a ninguna parte, como

sugiere la experiencia de Japón. En contraste, el uso focalizado del margen de maniobra fiscal para apoyar la reparación del balance de los sectores financiero y no financiero, de la manera que sea necesaria, podría retirar los obstáculos clave de una recuperación autosostenible. Además, como dueño y copropietario, el gobierno podría lograr ganancias de capital a más largo plazo, como fue el caso en los países nórdicos.

Es importante destacar que no se trata de una estrategia pasiva, sino muy activa. Inevitablemente la deuda del sector público sustituye a la del sector privado. Requiere de un enfoque forzado para abordar los conflictos de interés entre los prestamistas y los prestatarios, entre gerentes, accionistas y tenedores de deuda, etcétera. Y genera importantes cuestiones de distribución. No es política fiscal pura en el sentido tradicional macroeconómico: demanda un conjunto más amplio de medidas, que incluye ajustes legales, apoyado por un aporte público.

Pero ¿qué sucede si el país ya está enfrentando una crisis soberana? Considero que, aun donde sea necesaria la consolidación fiscal inmediata, este uso de dinero público es fundamental. Los países nórdicos lo hicieron, aun con recortes en otros sectores. Una manera de atenuar los inconvenientes es obtener apoyo externo focalizado. Existe un claro potencial para esta opción en la zona del euro, en especial como parte de un cambio bien ordenado y generalizado hacia una unión económica más completa. Y aun cuando se tomen medidas a corto plazo, es esencial un horizonte a largo plazo. La evidencia demuestra que cualquier efecto contractivo de la política fiscal se disipa con el tiempo. Y es de suma importancia restablecer la solvencia de los soberanos, que son el último respaldo para el sistema financiero y para la economía. No puede haber estabilidad financiera y macroeconómica duradera si las finanzas públicas siguen un rumbo insostenible.

¿Y la política monetaria? La prioridad es reconocer sus limitaciones y evitar sobrecargarla. Es posible que la política monetaria sea menos

eficaz en una recesión de balance. Es así *tanto* para los cambios en las tasas de interés a corto plazo y la orientación para tasas futuras (*política de tasa de interés*) como para el uso enérgico del balance del banco central, como por ejemplo mediante compras de activos en gran escala y apoyo de liquidez (*política de balance general*). Los agentes demasiado endeudados y sin deseos de pedir prestado, unidos a un sistema de banca incapaz de funcionar debilitan el efecto de estas políticas sobre el gasto. El resultado es que a medida que quienes elaboran la política presionan más el acelerador, el motor se acelera sin tracción. Y esto exacerba cualquier efecto colateral que esa política pudiera tener en la etapa de resolución de la crisis.

Podrían surgir numerosos efectos secundarios a raíz de un largo periodo de política monetaria extraordinariamente laxa. Primero, la relajación podría enmascarar las debilidades subyacentes en el balance. Se facilita la sobrestimación de la capacidad del sector público y privado de pagar en condiciones más normales y se demora el reconocimiento de las pérdidas (*evergreening*). Segundo, puede desincentivar la reducción del exceso de capacidad en el sector financiero y hasta alentar decisiones muy arriesgadas. Tercero, puede debilitar la capacidad de ganancias de los intermediarios financieros, comprimiendo los márgenes de intermediación de los bancos y minando la fortaleza de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones. Esto, a la vez, debilita el balance de las sociedades no financieras, de las familias y del gobierno. No es coincidencia que las empresas de seguros japonesas estuvieran bajo grave presión unos años después de que sucediera lo mismo con los bancos. Cuarto, puede atrofiar a los mercados y ocultar las señales del mercado, ya que los bancos centrales asumen las funciones de intermediación financiera. Los mercados interbancarios tienden a achicarse y las primas de riesgo se vuelven inusualmente comprimidas, ya que los poderes públicos se convierten en compradores de activos a gran escala. Quinto, si bien se

puede ayudar a reparar los balances debilitando la moneda local, esto puede no ser bien visto por otros países y ser considerado como una medida de *empobrecimiento del vecino*, asunto sobre el cual volveré más adelante. Finalmente, con el tiempo podría comprometer la autonomía operativa del banco central, ya que las consideraciones de economía política ocuparán un lugar aún mayor. Esto es particularmente importante para la política de balance de los bancos centrales, dada su naturaleza cuasifiscal.

El riesgo clave es que se sobrecargue a los bancos centrales y que se desarrolle un círculo vicioso. La política monetaria puede ayudar a ganar tiempo, pero también puede ayudar a perderlo por los incentivos que genera. Como la política no logra producir los efectos deseados y se demoran los ajustes, los bancos centrales están bajo presión para hacer más. Se abre una *brecha de expectativas*, entre lo que se espera de los bancos centrales y lo que realmente pueden hacer, y todo esto dificulta una salida y podría amenazar la credibilidad del banco central. Nos podríamos preguntar si algunas de estas fuerzas no actuaron en Japón, un país donde el banco central no ha sido capaz aún de salir de esta situación.

La evidencia reciente coincide ampliamente con la visión de que las políticas macroeconómicas son menos eficaces en las recesiones de balance. Los colegas del BPI hallaron que, al considerar las recesiones y las posteriores recuperaciones, la política monetaria tiene menos efecto en el producto si las recesiones están ligadas a crisis financieras. Además, en recesiones normales, una política monetaria más laxa durante la desaceleración es seguida por una recuperación más fuerte; pero esta relación desaparece si ocurre una crisis financiera. Además, el mismo estudio halla que, en las recesiones de balance, un ritmo de reducción de deuda más rápido acompaña a una recuperación más fuerte. Y concluye que, cuando la política fiscal se usa para aliviar una recesión de balance tiene limitaciones similares a aquellas de la política monetaria.

3.3 EL DESAFÍO DE LA POLÍTICA MONETARIA A MÁS LARGO PLAZO: AJUSTE DE LOS MARCOS REFERENCIALES

El desafío de política a más largo plazo es ajustar los marcos referenciales para reflejar a cabalidad las implicaciones del ciclo financiero. El ciclo financiero se desenvuelve sobre un horizonte mucho más largo que el que generalmente incide en las decisiones de políticas referidas al producto y a la inflación. Por lo tanto, abordar sus implicaciones requiere prolongar el horizonte y cambiar el foco desde los flujos periodo por periodo hacia su efecto acumulado en acervos. Consideremos primero las estructuras de política nacional y luego ampliemos la visión al entorno mundial.

La estrategia general para los marcos de política nacional sería garantizar la creación de mecanismos de contención (*colchones*) a modo de amortiguación en la fase de auge del ciclo financiero para recurrir a ellos en la fase de caída. Estos colchones harían que la economía tuviese una mayor capacidad de recuperación ante una desaceleración. Y actuando como una especie de ancla de arrastre, también podrían contener la intensidad del auge. En otras palabras, la estrategia haría que la política fuera menos procíclica al hacerla menos asimétrica con respecto a las fases de auge y caída del ciclo financiero. Para la política prudencial, significaría fortalecer la orientación sistémica o macroprudencial de las estructuras, al ajustar instrumentos tales como los estándares de capital o la relación préstamo a valor, para reducir su prociclicidad. Para la política monetaria significaría ofrecer la opción de endurecer, aun cuando la inflación a corto plazo parezca estar bajo control, cada vez que los desequilibrios financieros muestren signos de estar-se acumulando. Y para la política fiscal, implicaría extremar las precauciones al evaluar la fortaleza fiscal durante los auges financieros y tomar medidas correctivas.

Ciertamente, luego de la crisis, las políticas han ido en esta dirección, pero en diversos grados. La política prudencial es la que más ha avanzado.

En especial Basilea III ha introducido el colchón de capital anticíclico para los bancos como parte de la tendencia más amplia de poner en práctica salvaguardias macroprudenciales. La política monetaria ha cambiado en cierto modo. Ahora se reconoce que la estabilidad de precios no es garantía de estabilidad financiera y hay una serie de bancos centrales que han ajustado sus marcos para incorporar la opción de un endurecimiento durante las fases de auge. Un elemento clave ha sido la prolongación de los horizontes de política. Dicho esto, no hay consenso en cuanto a la conveniencia de este tipo de ajuste. Y siguen siendo controversiales los efectos secundarios de una relajación prolongada y enérgica luego de la caída. Posiblemente la más rezagada sea la política fiscal. Hasta ahora hay poco reconocimiento de la necesidad de incorporar el efecto del ciclo financiero dentro de las evaluaciones de sustentabilidad fiscal o para explorar las limitaciones de la política fiscal expansiva en las recesiones de balance.

El riesgo principal es que las políticas que no logren reconocer el ciclo financiero serán muy asimétricas y generarán un problema grave con el tiempo. Si no se endureciera la política en una etapa de auge financiero para luego relajarla durante la fase de caída, se erosionaría tanto las defensas de la economía como el margen de maniobra de las autoridades. A la larga, quienes formulan la política tendrían en sus manos un problema mucho mayor y carecerían de las municiones para abordarlo. Esto es lo que los economistas denominan un problema de *inconsistencia temporal* (*time inconsistency*). La causa raíz aquí es que los horizontes son demasiado cortos y que no se logra advertir el efecto acumulado de los flujos en los acervos. Esto predispondría a la inestabilidad del sistema.

Hay síntomas demasiado evidentes de que esto ha estado sucediendo. El capital y los colchones de liquidez de los bancos antes de la crisis han resultado inadecuados; después de la crisis se ha abogado por no elevarlos y para demorar la aplicación de nuevos estándares regulatorios. Los niveles de deuda soberana han alcanzado sus niveles

más altos en tiempos de paz. La crisis y las contramedidas han dejado una brecha profunda en las posiciones fiscales, que ya estaban deteriorándose. No menos preocupante es el hecho de que la mayor parte de los costos que surgen del envejecimiento poblacional siguen siendo un problema inminente y sin resolver. Y la política monetaria ha estado lejos de ser inmune. En muchas economías avanzadas las tasas de interés son ahora efectivamente iguales a cero; tanto en economías de mercados avanzados como emergentes, los balances de los bancos centrales se han expandido a máximos históricos. A escala mundial, las tasas de interés, aun ajustadas por inflación, han mostrado una tendencia a la baja desde hace decenios, incluso cuando ha habido un aumento en la tendencia al crecimiento de la economía mundial, una medida habitual para calibrar su nivel apropiado. Del mismo modo, las mediciones más refinadas que buscan tomar en cuenta el producto y la inflación, las llamadas reglas de Taylor, indican que las tasas de interés en el plano mundial están en niveles inusualmente bajos. Y en parte como resultado de las compras en el extremo largo de la curva de rendimiento y de la intervención del tipo de cambio, el rendimiento de los bonos nunca ha sido tan bajo como en este momento.

Esto nos lleva a las implicaciones mundiales de las políticas nacionales. En un mundo altamente integrado, cualquier tendencia en las políticas nacionales puede fácilmente expandirse por todo el mundo a través de una serie de canales, entre ellos la respuesta de otros países. En el caso de la política monetaria, los tipos de cambio son un canal crítico. La política monetaria relajada que prevalecía antes de la crisis en las economías maduras, especialmente en Estados Unidos, se expandió a otros países, sobre todo a las economías de mercado emergentes como China, en parte por medio de la resistencia a la apreciación de su moneda. Estos países mantuvieron bajas sus tasas de interés o intervinieron en el mercado de divisas para invertir lo obtenido en países con monedas internacionales, presionando a su vez a la

baja el rendimiento en esos países. En la poscrisis se ha intensificado si cabe el mismo proceso.

Esto plantea asuntos espinosos. En términos económicos, el riesgo es que las condiciones monetarias para el mundo en su conjunto terminen siendo demasiado laxas. Los signos de que los desequilibrios financieros se han incrementado, especialmente en economías de mercado emergentes, son una fuente de preocupación, sobre todo cuando las grandes economías maduras no han vuelto al crecimiento autosostenible. El mundo sigue desequilibrado. Políticamente, un riesgo obvio es que los países apliquen una versión moderna de las devaluaciones competitivas de los años de entreguerras, que causaron tanta discordia. Es preocupante que después de la crisis el término *guerras de divisas* haya sido usado tan a menudo por los formuladores de política económica.

Pero el mayor riesgo es que se produzca un nuevo cambio definitorio de época en las placas tectónicas de la economía. Como nos siguen recordando historiadores como Niall Ferguson y Harold James, estos cambios ocurren a menudo de manera bastante brusca y cuando menos se los espera. Hasta ahora, los planteamientos intuitivos han resultado notablemente inmunes al inmenso choque de la Gran Crisis Financiera y a sus tumultuosas consecuencias. Pero hay también señales preocupantes de que la globalización podría estar cediendo terreno, ya que los estados luchan por aceptar la pérdida *de facto* de soberanía. Esto es verdad en el plano mundial y en el regional. Es simplemente más evidente en Europa, donde un experimento histórico más ambicioso con mayor integración ha alcanzado un punto de inflexión. Mientras tanto, el consenso sobre los méritos de la estabilidad de precios empieza a debilitarse. A medida que se desvanece el recuerdo de los costos de inflación, crece la tentación de librarse de las inmensas cargas de deuda mediante la combinación de inflación y represión financiera. La mejor manera de perder estos logros alcanzados con tanto esfuerzo es darlos por seguro. El futuro no está predeterminado, ni mucho menos, pero

no deberíamos subestimar los desafíos que nos esperan.

4. CONCLUSIÓN

Un ciclista ha iniciado la carrera con gran ímpetu. Pero, como suele suceder, ha sobrestimado su fortaleza. Después de un rato, tiene que pedalear con más fuerza para evitar caerse. Sus energías están flaqueando y está a punto de colapsar de agotamiento. Su error fue abordar la carrera de larga distancia como una serie de acelerones. Su horizonte fue demasiado corto; el esfuerzo acumulado finalmente se está apoderando de él. A pesar de todo, sigue luchando.

La economía mundial no es muy diferente de este deportista. Ha ganado nueva fuerza a partir de la poderosa ola de globalización y la supresión de la inflación. Pero el resurgimiento del ciclo financiero la hizo sentir, por un rato, más fuerte de lo que en realidad era. Los participantes del mercado y los formuladores de políticas no vieron más allá de esta ilusión. Y cada vez que un auge financiero se convierte en caída, intentarán con más energía aplicar nuevamente la vieja y conocida receta. Sus horizontes fueron demasiado cortos y el efecto acumulado de sus esfuerzos está alcanzándola: los acervos de deuda privada y soberana han estado creciendo más allá de los niveles sustentables y

el margen de maniobra para la política se ha empequeñecido drásticamente.

Quizás es tiempo de cambiar el rumbo. Quizás es tiempo de abordar las debilidades subyacentes de manera directa, de dejar de posponer los ajustes para un mejor momento que nunca llega, de dejar de exigir ajustes de política monetaria para problemas de balance y estructurales más profundos. Esto implicaría incurrir en algunos costos en el futuro cercano, pero la alternativa sería arriesgarse a crear costos muchos más grandes más adelante. Como dicen los franceses: *reculer pour mieux sauter* (dar un paso atrás para poder avanzar mejor). Como hemos visto, sería un error creer en el hada de la confianza, pero sería un error más grande pensar que algo en esta vida es gratis.

Hay algunos signos alentadores, y otros no tanto. Para navegar las traicioneras aguas que nos esperan será necesario el equilibrio entre el “pesimismo del intelecto y el optimismo de la voluntad” de Gramsci: el pesimismo de evaluar los desafíos con toda crudeza, sin subestimarlos; el optimismo de superarlos. Y como señalaba Tommaso Padoa Schioppa, se requerirá de una visión a largo plazo. Keynes alguna vez dijo la famosa frase: “a largo plazo, todos estamos muertos”. Pero, hay que esperar que la próxima generación esté viva. Lo que está en riesgo es nada menos que el legado de la actual generación a la próxima; y esto es real tanto en el plano mundial como en Europa.

Vigilancia de los sistemas de pago en América Latina y el Caribe

Raúl Morales

1. INTRODUCCIÓN

En años recientes se ha llegado a un consenso en el plano internacional sobre la relación que existe entre el funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación de pagos (en adelante, sistemas de pago) y la estabilidad financiera. Asimismo, se ha demostrado que el buen funcionamiento de los sistemas de pago puede contribuir positivamente a la actividad económica, proveyendo a los mercados de mecanismos que permitan llevar a cabo transacciones entre los distintos agentes de manera segura y eficiente, incluyendo pagos pequeños entre individuos y empresas, y grandes pagos en el plano interbancario. En esta misma línea, se considera que en ausencia de sistemas de pago que funcionen apropiadamente, las posibilidades de que se produzcan riesgos sistémicos son mayores, lo que podría derivar en un potencial colapso del sistema financiero.

A la luz de estas interrelaciones, el funcionamiento de los sistemas de pago ha atraído mayor

atención por parte de los bancos centrales, quienes además de ser responsables de preservar la estabilidad del sistema financiero desempeñan regularmente el papel de regulador, supervisor, operador, usuario y promotor de estas infraestructuras.

Por otra parte, también se ha reconocido en escala internacional que es fundamental contar con una formulación y una administración adecuadas de las infraestructuras para promover un funcionamiento confiable y eficaz de los sistemas de pagos, así como para generar certidumbre sobre los mecanismos e instrumentos empleados en ellos (CSPL, 2005).

De esta forma, cada vez más los bancos centrales y los principales actores de los sistemas de pago –entidades de crédito, supervisores financieros y de valores, administradores privados de infraestructuras financieras, entre otros– se han envuelto en un proceso continuo de desarrollo, instrumentación y mantenimiento de la planeación y operación de las infraestructuras que garanticen y promuevan su buen funcionamiento.

Documento preparado por Raúl Morales, del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), y miembro del equipo principal del Foro de Pagos y Liquidación de Valores del Hemisferio Occidental (FHO). El trabajo se benefició de los valiosos comentarios y aportes de Javier Guzmán, director general del CEMLA, y de Klaus Löber, jefe de la Secretaría del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, del Banco de Pagos Internacionales (BIS). Las opiniones expresadas en este documento son responsabilidad exclusiva del autor y no necesariamente reflejan las de la institución.

Para tales fines, en el caso de los bancos centrales, diferentes instrumentos permiten intervenir en los sistemas de pago, entre los que destacan: *i)* leyes y regulaciones para constituir un marco legal suficiente; *ii)* reglamentos y estatutos que proporcionen un marco operativo seguro y eficiente; y *iii)* políticas y mecanismos para fomentar desde diferentes ángulos la competencia y el buen funcionamiento de las infraestructuras. Dentro de este conjunto de instrumentos, la función de vigilancia se ha constituido como una herramienta de suma utilidad para los bancos centrales en vista de su mayor interés por evitar la aparición de riesgos sistémicos y corregir potenciales fallas de mercado y ante la mayor participación del sector privado en la operación de los sistemas de pago.

La vigilancia, como función de los bancos centrales, facilita el seguimiento de las operaciones que se liquidan por medio de diferentes instrumentos a través de las infraestructuras, permitiendo a las autoridades ajustar sus políticas en función del comportamiento actual de los sistemas y de sus propios objetivos, con medidas que pueden ir desde cambios en la regulación para una mejor administración de riesgos hasta campañas de educación financiera enfocadas en la promoción de medios de pago innovadores.

En este marco, resulta de la mayor relevancia contar con las facultades y capacidades apropiadas para llevar a cabo esta función. En el caso de América Latina y el Caribe (ALC), como se verá más adelante, la función de vigilancia ha entrado en un proceso de consolidación importante en años recientes. No obstante, este proceso también ha generado retos a quienes la ejercen o se encuentran aplicándola en sus respectivas infraestructuras financieras, por lo que es de esperarse que continúe el mejoramiento y la consolidación de esta herramienta entre los bancos centrales de la región.

Esta nota recoge algunos aspectos –normativos y de política pública– de la función de vigilancia, promovidos por el Banco de Pagos Internacionales, el Banco Central Europeo y el Banco Mundial,

destacando en la situación actual de esta función dentro los bancos centrales de América Latina y el Caribe. Las consideraciones presentadas en esta nota se apoyan –en gran medida– en información extraída del Foro de Pagos y de la Encuesta Global de Sistemas de Pago del Banco Mundial.

2. ASPECTOS GENERALES DE LA FUNCIÓN DE VIGILANCIA

La vigilancia de los sistemas de pago dentro de los bancos centrales fue establecida con el propósito principal de promover una mayor seguridad y eficiencia en su funcionamiento, mediante un seguimiento de las infraestructuras existentes y por desarrollar; la evaluación del cumplimiento de los objetivos de confiabilidad y eficacia; y la promoción de mejoras cuando es necesario (CSPL, 2005).

Esta función de los bancos centrales, de acuerdo con el Banco Central Europeo (Kokkola, ed., 2010), se puede desglosar en tres tareas principales:

- El seguimiento de los avances en la industria de servicios y mecanismos de pago, que permita a los bancos centrales tener un conocimiento adecuado del funcionamiento de estos desarrollos y de su interrelación con el sistema financiero.
- La evaluación de las infraestructuras empleando un marco de trabajo (objetivos, estándares y una metodología) que permita medir el cumplimiento de los criterios establecidos por las autoridades.
- La promoción de mejoras en el diseño y la administración de los sistemas por medio de acuerdos, declaraciones y otros mecanismos de persuasión moral.

De acuerdo con esta concepción, la instrumentación y el ejercicio de la vigilancia contribuyen a alcanzar los objetivos de política pública de seguridad y eficiencia en los sistemas de pago. Asimismo, implica el desarrollo y el fortalecimiento de las

capacidades del banco central para alcanzar tales objetivos y favorece la comunicación y cooperación con otros participantes de los sistemas, como lo son otras autoridades financieras que regulan o supervisan a las infraestructuras, los operadores privados y las entidades financieras que las utilizan. En general, este proceso de instrumentación, ejercicio y fortalecimiento de la función de vigilancia, se puede describir de la siguiente forma:

- En primer lugar, llevar a cabo un seguimiento del funcionamiento de los sistemas (los que están en marcha y aquellos que estén por funcionar) abona para que las autoridades estén familiarizadas con el diseño y la operación del sistema –como lo son los mecanismos empleados para llevar a cabo sus funciones de compensación y liquidación– y además sirve para tener una mayor comprensión sobre los instrumentos de pago ofrecidos en el mercado.
- En segundo lugar, contar con un marco de evaluación, que permita comparar el comportamiento de las infraestructuras con sus objetivos de seguridad y eficiencia, en cierta medida acredita esfuerzos por parte de las autoridades para elaborar metodologías y criterios de cuantificación del grado de cumplimiento de dichos objetivos, haciendo mucho más consistente y clara la política de vigilancia.
- Por último, poseer la autoridad para inducir cambios que promuevan un mejor funcionamiento de las infraestructuras es un elemento clave para llevar acciones concretas en el marco legal u operativo de las infraestructuras; si bien los mecanismos empleados pueden variar de manera significativa entre los países, en la mayoría de los casos la cooperación con otras autoridades relevantes y con el sector financiero es fundamental.

En 2005, el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación publicó un conjunto de principios generales (ver el cuadro 1) para aplicar una vigilancia eficaz de los sistemas e instrumentos de pago nacionales

y de las infraestructuras del mercado financiero que involucran más de una jurisdicción nacional, y que por consiguiente requieren de un marco de cooperación transfronteriza. La publicación de estos principios representó un avance significativo en el reconocimiento internacional de la importancia que tiene esta herramienta para los bancos centrales en la búsqueda de un buen funcionamiento de los sistemas de pago.

Los Principios Generales para la Vigilancia de los Sistemas de Pago han servido para orientar a los bancos centrales en la aplicación y el ejercicio

Cuadro 1

PRINCIPIOS GENERALES PARA LA VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO

**Principio general de vigilancia A:
Transparencia**

Los bancos centrales deben establecer públicamente sus políticas de vigilancia, incluyendo los requisitos o normas para los sistemas y los criterios para determinar a qué sistemas se aplicarían.

**Principio general de vigilancia B:
Normas internacionales**

Los bancos centrales deben adoptar, cuando sea relevante, normas reconocidas internacionalmente para los sistemas de pago y liquidación.

**Principio general de vigilancia C:
Potestades y capacidad eficaces**

Los bancos centrales deben contar con las potestades y la capacidad necesarias para desempeñar con eficacia sus responsabilidades.

**Principio general de vigilancia D:
Consistencia**

Las normas de vigilancia deben aplicarse con consistencia en sistemas de pago y liquidación similares, incluidos los sistemas operados por el banco central.

**Principio general de vigilancia E:
Cooperación con otras autoridades**

En su labor de fomento de la seguridad y eficiencia de los sistemas de pago y liquidación, los bancos centrales deben cooperar con otros bancos centrales y autoridades relevantes.

Cuadro 1 (concluye)

PRINCIPIOS GENERALES PARA LA VIGILANCIA COOPERATIVA INTERNACIONAL

Principio de vigilancia cooperativa 1: Notificación

Todo banco central que haya identificado el funcionamiento actual o previsto de un sistema de pago o liquidación transfronterizo o multi-divisa debe informar a otros bancos centrales que pudieran tener interés en el diseño y la administración prudentes de dicho sistema.

Principio de vigilancia cooperativa 2: Responsabilidad principal

Los sistemas de pago o liquidación transfronterizos y multi-divisa deben someterse a la vigilancia de un banco central que asuma por ello la responsabilidad principal, entendiéndose que esta recaerá en el banco central donde se ubica el sistema.

Principio de vigilancia cooperativa 3: Evaluación del sistema en su conjunto

En su vigilancia de un sistema, la autoridad con responsabilidad principal ha de evaluar periódicamente el diseño y funcionamiento del sistema en su conjunto. Para ello, deberá consultar con otras autoridades relevantes.

Principio de vigilancia cooperativa 4: Mecanismos de liquidación

La adecuación de los procedimientos de un sistema para la liquidación y para el incumplimiento de la misma en una moneda específica, la determinarán conjuntamente el banco central que emita la moneda y la autoridad que ostente la responsabilidad principal para la vigilancia del sistema.

Principio de vigilancia cooperativa 5: Sistemas deficientes

Si se desconfiaba de la solidez del diseño o la gestión de un sistema de pago o liquidación transfronterizo o multidivisa, el banco central deberá desalentar, cuando lo estime necesario, el uso del mismo o la prestación de servicios a este, por ejemplo identificando estas actividades como prácticas inseguras e inestables.

Fuente: CSPL (2005).

de la función de vigilancia, brindando elementos normativos para el establecimiento de criterios y objetivos en función de las mejores prácticas internacionales y del grado de desarrollo de su sector financiero. No obstante, los bancos centrales se han enfrentado a diferentes retos en la instrumentación de la función de vigilancia que no pueden abordarse de manera directa en documentos y referencias sobre mejores prácticas internacionales.

Uno de los desafíos que los bancos centrales han enfrentado es el de definir los objetivos y el alcance de la vigilancia. En cuanto a los objetivos de esta herramienta, los bancos centrales se han enfrentado al desafío de lograr un equilibrio entre seguridad y eficiencia en el funcionamiento de los sistemas de pago. Esto se debe principalmente a que los bancos centrales desempeñan varias funciones en lo que respecta a las infraestructuras financieras, lo que ha llevado a las autoridades a definir estrategias en las que es necesario establecer prioridades y metas en sus políticas de ejecución de la vigilancia. Algunos bancos centrales han optado por dar mayor prioridad a contener los potenciales riesgos sistémicos antes que corregir imperfecciones de mercado, especialmente cuando se trata de sistemas de pago de importancia sistémica. En contraste, algunos otros otorgan mayor prioridad a promover la competencia y protección al consumidor, lo cual es particularmente típico cuando se trata de promover el uso de un nuevo instrumento de pago, o incluso en sistemas de pago minoristas que carecen de un marco adecuado de protección al consumidor.

En cuanto al alcance de la vigilancia, para determinar qué infraestructura financiera es sujeta a seguimiento, evaluación y mejora, habitualmente los bancos centrales, y en general las autoridades relevantes, han optado por asignar mayor prioridad a los sistemas que podrían generar riesgos sistémicos para el sistema financiero. A estos sistemas se les considera de importancia sistémica (SPIS) porque involucran transacciones de considerable apremio y cuantía para el mercado financiero y por

consiguiente son de mayor importancia para las autoridades.

La evaluación sobre la importancia de cada sistema depende en gran medida de los criterios que cada banco central tenga establecidos. Si bien hay estándares para tales fines, un banco central puede decidir ampliar (o reducir) el ámbito de aplicación de la vigilancia y en consecuencia este aspecto puede variar de manera considerable en escala internacional. En general se puede señalar que la vigilancia a los sistemas de pago de importancia sistémica responde a objetivos de estabilidad financiera y de política monetaria por parte del banco central y no se limita a los sistemas de liquidación bruta en tiempo real, sistemas de compensación y liquidación de valores, sino que puede extenderse a otras infraestructuras (o instituciones) que por los montos que compensan y liquidan pueden representar un riesgo sistémico.

El creciente volumen y valor de transacciones que diariamente se canalizan por los diferentes sistemas de pago (por ejemplo, los de bajo valor), así como el mayor número de interdependencias que se han creado entre las diferentes infraestructuras, han incrementado la importancia relativa de sistemas de pago que no son considerados como sistémicamente importantes. En algunos casos, dicha importancia se acentúa como resultado de la progresiva participación del sector privado en la provisión de servicios de compensación y liquidación de pagos. Asimismo, los retos en materia de gestión de riesgos y la entrada de nuevos participantes no bancarios también han influido notablemente en la operación de las infraestructuras, volviendo mucho más complejas las formas de monitorear y evaluar su buen funcionamiento y de determinar un balance apropiado entre seguridad y eficiencia. En este contexto, un número importante de bancos centrales ha decidido ampliar el ámbito de aplicación de la vigilancia a otras infraestructuras financieras no denominadas como SPIS como respuesta a este marco de mayores interrelaciones e implicaciones de los sistemas de pago, el sistema financiero y la economía en su conjunto.

Un ejemplo de ello lo constituye la vigilancia de los sistemas de pago minoristas, habitualmente utilizados por individuos y empresas para llevar a cabo sus transacciones. Estos sistemas han ganado más peso en la actualidad gracias a factores tales como la innovación tecnológica, la dinámica del mercado de los servicios de pagos minoristas y las políticas de inclusión financiera promovidas en el gobierno (CSPL, 2012).

Ante este escenario, la tarea de los bancos centrales en materia de vigilancia de los sistemas de pago se ha vuelto considerablemente más desafiante, puesto que además de la exigencia de mantener un equilibrio entre seguridad y eficiencia del funcionamiento de las infraestructuras sistémicamente importantes, se ha ampliado el alcance de la vigilancia hacia otros sistemas de pago relevantes en el ámbito local, y han cobrado mayor importancia aspectos tales como la competencia, el acceso y la protección al consumidor de los distintos servicios de pago (BIRF/Banco Mundial, 2011).

3. LA VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Los mercados financieros de América Latina y el Caribe han atravesado por un proceso de reforma considerable en años recientes, dentro del cual la modernización de los sistemas de compensación y liquidación de pagos ha tenido un papel relevante.

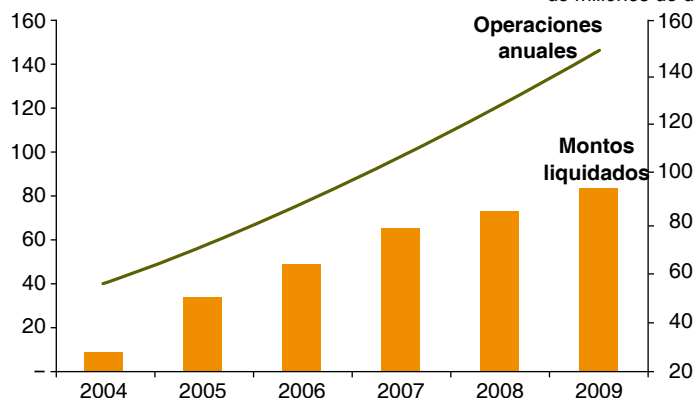
La evolución de los sistemas de pago ha permitido introducir mayor eficiencia y seguridad a la transferencia de fondos entre agentes económicos gracias a diversos mecanismos, entre los que se pueden mencionar: *i)* el funcionamiento de sistemas (de alto valor) de liquidación bruta en tiempo real (LBTR), cruciales para el mercado interbancario, el desarrollo del mercado de capitales y para las acciones de política monetaria del banco central; *ii)* el funcionamiento de diferentes sistemas (de bajo valor) de liquidación neta, relevantes para la agilización de transacciones que ocurren entre individuos y empresas; y *iii)* la oferta de servicios

Gráfica 1

TRANSACCIONES POR MEDIO DE LOS SISTEMAS NACIONALES DE PAGO DE IMPORTANCIA SISTÉMICA DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Millones de operaciones anuales

Montos liquidados en miles de millones de dólares



Fuente: cálculos con base en información de la Secretaría del GTSP-ALC (2010); y BIRF/ Banco Mundial (2011).

Nota: se incluye información de las operaciones liquidadas por los sistemas de LBTR de Argentina, Brasil, Organización de Estados del Caribe Oriental, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, México, Paraguay, Perú, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

de pago electrónicos, relevantes para el fortalecimiento de la competencia entre los diferentes proveedores de dichos servicios.

En este contexto, el progreso de las infraestructuras ha sido de tal magnitud que hoy en día distintos sistemas de pagos de alto valor pueden llegar a liquidar operaciones que representan varias veces el producto interno bruto de la economía anualmente. Por mencionar algunos ejemplos, el cociente de las operaciones canalizadas por el LBTR administrado por el Banco Central do Brasil entre el PIB de ese país, se ubicó en 44.9 veces durante 2009, mientras que en Chile dicho cociente se ubicó en 17.3 veces; en el caso de Trinidad y Tobago esta relación fue superior a tres veces y, en México, cerca de dos veces en el mismo año.¹ Esto ha representado que en términos absolutos se registre un creciente volumen de operaciones y de los montos que son transferidos mediante estas infraestructuras, como se advierte en la gráfica 1.

¹ Con información del Foro de Pagos <www.forodepagos.org>, 2010.

Entre 2004 y 2009 el volumen total transferencias electrónicas que anualmente canalizaron los sistemas de LBTR de algunos países de ALC se incrementó cerca del 300%, pasando de 40 millones a casi 160 millones de transacciones, en tanto los montos operados pasaron de 26,171 millones a 91,251 millones de dólares anuales, lo que significó un incremento del 250 por ciento.

En este escenario de mayor significancia de los sistemas de pago para la economía en su conjunto, los bancos centrales de América Latina y el Caribe han desempeñado un papel clave en la regulación, operación y promoción de las infraestructuras en el plano nacional y en algunos casos en escala regional. Es en este contexto que la función de vigilancia se ha constituido como una herramienta de suma utilidad para ampliar las capacidades de los bancos centrales en la búsqueda del buen funcionamiento de los sistemas de pago.

Si bien es relativamente reciente el ejercicio de la función de vigilancia en los bancos centrales de la región, esta ha adquirido una relevancia notable en los últimos años. De acuerdo con

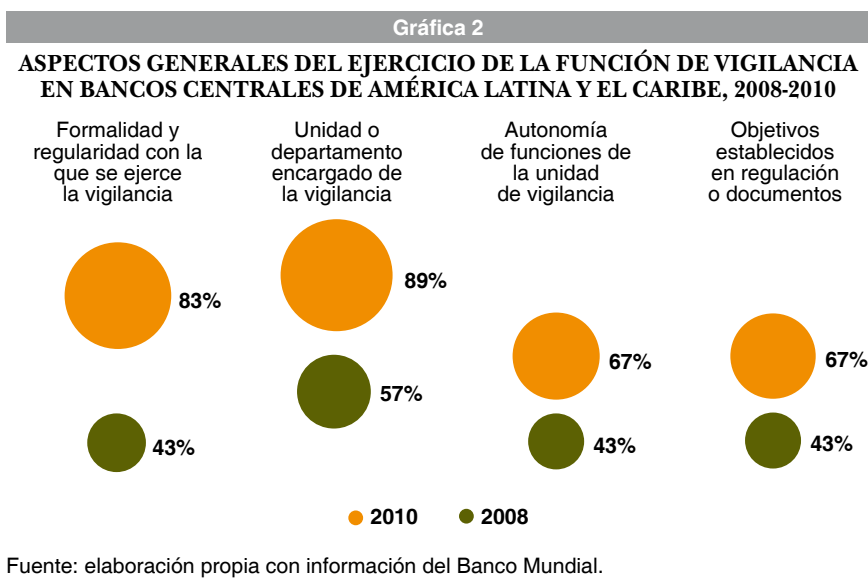
la gráfica 2, entre 2008 y 2010 el número de bancos centrales que habían ejercido la vigilancia de manera formal y sobre una base regular, pasó del 43% al 83%. Particularmente, el establecimiento de la función de vigilancia fue explícito en el 67% de los bancos centrales de ALC en 2010, mediante la divulgación de un documento de política y en algunos casos una regulación específica, mientras que en 2008 dicha proporción era apenas del 43 por ciento.

Paralelamente a la progresiva instrumentación formal de esta herramienta, la información disponible sugiere que se han llevado a cabo esfuerzos importantes para construir mayores capacidades institucionales para el ejercicio de la vigilancia, lo que se demuestra con el incremento en el número de bancos centrales –del 57% en 2008 al 89% en 2010– que han creado una unidad encargada de las tareas de seguimiento de las infraestructuras financieras en el marco de vigilancia del banco central. En el mismo tenor, también se advierte un aumento considerable en la independencia de funciones del área encargada de la vigilancia respecto del área operativa de los sistemas de pago, pasando del 43% en 2008 al 67% en 2010 (ver la gráfica 2). Esto es de especial importancia, debido

a los posibles conflictos de interés entre el área operativa y la supervisora de los sistemas de pago (en especial en los casos en que el banco central administra un sistema de pagos, regularmente de alto valor).

Lo anterior denota algunas consideraciones positivas relacionadas con el fortalecimiento y reconocimiento de la función de vigilancia en los bancos centrales de la región. En primer lugar, se confirma un mayor interés, formalizado en una regulación o documento del banco central, en hacer uso de la vigilancia como un mecanismo de seguimiento y orientación del funcionamiento de los sistemas de pago. Del mismo modo, se observa una capacidad institucional en desarrollo como respuesta a las responsabilidades que genera la instrumentación de la función de vigilancia de los sistemas de pago y, complementariamente, se ha venido incrementando la autonomía de las áreas encargadas de esta función.

En lo que respecta a los objetivos de las tareas de vigilancia, en los casos en los que esta se ha puesto en marcha y se ejerce con regularidad, los bancos centrales de la región también han registrado cambios en años recientes, especialmente en lo relativo a la búsqueda de una mayor competencia

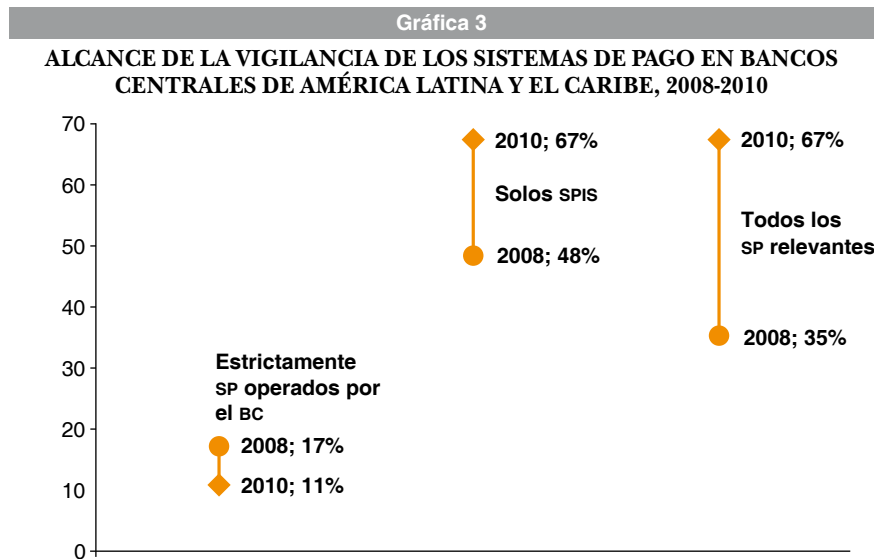


y una gestión de la protección del consumidor de los servicios de pago. En esta materia, para 2010 la mitad de los bancos centrales que informaron llevar a cabo tareas de vigilancia, además de tener como objetivo la eficiencia y seguridad de los sistemas de pago relevantes para la economía, también informaron una ampliación de objetivos orientada a lograr un mayor grado de competencia entre los proveedores de los servicios de pago y la aplicación de buenas prácticas en lo que respecta a la protección del consumidor financiero (BIRF/ Banco Mundial, 2011). Intuitivamente, esto puede constituir una señal de que los bancos centrales de la región tienen mayor interés en el funcionamiento de los sistemas de pago de bajo valor ante la dinámica que ha caracterizado a estos sistemas y que podría tener implicaciones para el bienestar económico, por ejemplo por malas prácticas de mercado.

Por otra parte, el alcance de las tareas de vigilancia también se ha extendido en los últimos años, aunque de una manera más modesta. Como se observa en la gráfica 3, entre 2008 y 2010 se redujo el número de bancos centrales que sólo ejercían vigilancia de las infraestructuras que administran, pasando de un 17% en 2008 al 11% en

2010. En consecuencia, el número de sistemas de pago que se incluyeron en el marco de vigilancia por parte de las autoridades se incrementó por dos vías, a saber: *i*) aumento (19%) del número de sistemas de pago con importancia sistémica que son sujetos a seguimiento; y *ii*) ampliación (32%) del número y tipos de sistemas—incluyendo aquellos que se consideran relevantes—a los que se efectúa un seguimiento regular.

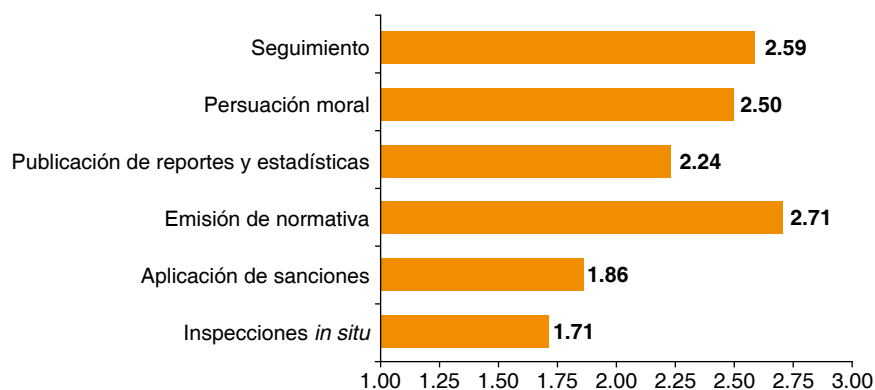
Ante el aumento en el alcance de la función de vigilancia, los bancos centrales podrían estar encarando nuevos desafíos, particularmente en lo concerniente a la cooperación interinstitucional, ya que en muchos casos los participantes de sistemas de pago relevantes pueden ser regulados y supervisados por otras autoridades locales. Por ejemplo, en el caso de sistemas de pago minoristas, las compañías de telecomunicaciones, las tiendas departamentales y otras entidades no financieras pueden desempeñar un papel activo en la provisión de servicios de pago, lo que demanda una regulación y vigilancia—generalmente— fuera del alcance de un banco central. Esto obliga a contar con un marco de cooperación efectiva entre autoridades para un ejercicio eficaz de la vigilancia (Morales, 2011).



Fuente: elaboración propia con información del Banco Mundial.

Gráfica 4

HERRAMIENTAS EMPLEADAS PARA EJERCER LA VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO EN LOS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, 2008-2010



Fuente: elaboración propia con información del Banco Mundial.

Nota: la escala de la gráfica refleja el grado de utilización de cada instrumento en una escala creciente (1=menos relevante, 3=más relevante).

Sin embargo, la información disponible revela que esta mayor demanda por una cooperación entre los participantes de los sistemas de pago no ha sido acompañada de medidas apropiadas que contribuyan a fortalecer el marco actual de vigilancia. Un ejemplo de ello es la ausencia de instancias nacionales, consejos o comités, que permitan agrupar a las partes principales de un sistema de pagos con el objeto de discutir, analizar y mejorar diferentes aspectos normativos y operativos de las infraestructuras, sobre una base formal y regular. De un total de 23 bancos centrales, solamente el 40% cuenta con un consejo nacional de pagos como una instancia formal para agrupar los intereses de todos los participantes que conforman los sistemas de pago; resulta más común la utilización de mecanismos menos formales como reuniones bilaterales esporádicas o la creación de grupos *ad hoc* para consultar o dialogar sobre temas específicos del funcionamiento de los diferentes sistemas de pago (BIRF/Banco Mundial, 2011). Adicionalmente, son pocos los bancos centrales que han suscrito acuerdos de entendimiento o normativa para asegurar un marco cooperativo formal, dejando un amplio margen para que la colaboración interinstitucional

ocurra de manera informal, lo que podría conducir a resultados poco óptimos en términos de la aplicación y cumplimiento de estándares, normativa e instrumentos propios de la vigilancia.²

Otra aspecto por considerar sobre la situación actual del marco de vigilancia en la región es el conjunto de herramientas (y su grado de uso) empleadas por los bancos centrales para llevar a cabo las tareas de seguimiento de los sistemas de pago.

En 2010, las unidades encargadas de ejercer la vigilancia dentro de los bancos centrales informaron que la emisión de regulaciones y normas para

² Esta nota no aborda la situación actual del marco de cooperación internacional para sistemas de pago transfronterizo en América Latina y el Caribe, debido a la falta de información disponible que permita hacer consideraciones al respecto. Sin embargo, el autor considera que en vista del mayor número de interdependencias entre los mercados financieros y a la luz del funcionamiento de sistemas de pago transfronterizo (por ejemplo, el Sistema de Interconexión de Pagos de Centroamérica y la República Dominicana, SIP), es necesario contar con acuerdos de cooperación internacional formalizados, con funciones y responsabilidades definidas, y con metas y estándares comunes establecidos.

conducir el buen funcionamiento de las infraestructuras fue el instrumento más relevante, seguido de las actividades de seguimiento –con énfasis en los riesgos operativos y financieros inherentes– y el uso de comunicaciones bilaterales y el diálogo como una manera de persuadir a los participantes. Instrumentos menos laxos como la aplicación de sanciones e inspecciones *in situ* fueron informados como de menor relevancia, mientras que la publicación de informes y estadísticas se ubicó como un instrumento de relevancia media.

En años anteriores (2008), la relevancia de los instrumentos fue muy semejante aunque menos intensa si se toma en cuenta que el uso de regulaciones y normas se consideraba menos significativa que el seguimiento regular de las infraestructuras. Este cambio podría denotar mayor formalidad por parte de los bancos centrales en el ejercicio de la vigilancia de los sistemas de pago, empleando mecanismos más rotundos y eficaces como la emisión de normas. Asimismo, dicho incremento podría ser el resultado de la aprobación de mayores facultades para los bancos centrales para el ejercicio de la vigilancia (ver gráfica 2).

4. CONSIDERACIONES FINALES

Evidentemente, las tareas de vigilancia como parte de las herramientas de política del banco central pueden contribuir a conseguir una mayor seguridad y eficiencia de las infraestructuras financieras, favoreciendo en última instancia al mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero.

Con base en la información presentada en esta breve nota, el marco actual de política de la vigilancia de los sistemas de pago en los bancos centrales de América Latina y el Caribe puede evaluarse de forma positiva, tomando en cuenta los avances logrados en diferentes materias, destacando las siguientes:

- El reconocimiento de la importancia de la vigilancia por parte de los bancos centrales de la

región, que se refleja en un mayor interés y formalización de las autoridades, así como en el incremento de las capacidades institucionales correspondientes a tales funciones.

- El mayor alcance de la vigilancia a distintos sistemas de pago que son relevantes, incluyendo aquellas infraestructuras administradas por el sector privado que eventualmente podrían ser menos propensas a evitar externalidades negativas (o riesgos sistémicos).
- El mayor número de objetivos de la vigilancia, abarcando aspectos fundamentales como mitigar los riesgos sistémicos, garantizar la seguridad y promover la eficiencia de los sistemas, garantizar la credibilidad de la moneda y el uso de otros instrumentos de pago, proteger al consumidor y evitar prácticas anticompetitivas.

Estos avances también han permitido que los bancos centrales de la región adquieran experiencia y conocimiento de forma gradual para ejercer eficazmente esta responsabilidad. Es de esperarse que durante este proceso de aprendizaje, los bancos centrales de ALC estén obligados a trabajar con mayor ahínco en tres aspectos fundamentales: *i*) competencias legales suficientes; *ii*) arreglos institucionales internos y de cooperación interinstitucional apropiados; y *iii*) instrumentos adecuados para las actividades de seguimiento.

Adicionalmente, se pueden mencionar otros aspectos específicos que podrían mejorarse para lograr que la función de vigilancia se lleve a cabo de conformidad con los objetivos establecidos por las propias autoridades. Algunas de estos aspectos son los siguientes:

- Ante la mayor formalidad de la vigilancia, las autoridades podrían equilibrar su estrategia actual de cooperación interinstitucional, en particular fomentando la conformación de consejos u órganos nacionales que les permitan promover un diálogo permanente con todas las partes que involucran a las distintas infraestructuras.

- Frente al mayor número de objetivos e infraestructuras del marco actual de vigilancia, sería conveniente asegurar la consistencia de objetivos y por consiguiente determinar prioridades en su consecución en función del tipo de infraestructura (o servicio de pago) que se trate.
- Con mayores responsabilidades como vigilantes de los distintos sistemas de pago, los bancos centrales precisan de una mayor transparencia y rendición de cuentas que les permita adquirir credibilidad de dicho ejercicio, lo cual podría lograrse con medidas como la publicación de informes y estadísticas de manera periódica.

En este contexto, previsiblemente los bancos centrales se enfrentarán al enorme desafío de lograr un marco equilibrado de política para la vigilancia de los sistemas de pago, que incluya los diferentes elementos de seguridad, eficiencia, protección al consumidor y competencia, y que paralelamente sea compatible con las capacidades legales e institucionales vigentes. Para tales fines, será de la mayor utilidad que las máximas autoridades de los bancos centrales estén conscientes de la importancia que tiene la función de vigilancia y faculden debidamente a las unidades a cargo, como señal del compromiso de velar por el buen funcionamiento de las infraestructuras financieras.

Para concluir, a la luz de la mayor necesidad de sistemas de pago transfronterizos que involucran la participación de más de un sistema de pago nacional, contar con un marco cooperativo de vigilancia eficaz, sería de suma utilidad para abordar con antelación los desafíos que suponen la interrelación de dos o más sistemas de pago nacionales. En este tenor, la presencia de un órgano regional como el Grupo de Trabajo de Sistemas de Pago de América Latina y el Caribe (GTSP-ALC), que cuenta con el soporte institucional del CEMLA y otros organismos internacionales, puede ser de utilidad

para la preparación de una estrategia que aborde estos retos futuros.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central Europeo (2003), *Oversight Standards for Euro Retail Payment Systems*, junio.
- Banco Central Europeo (2009), *Eurosystem Oversight Policy Framework*, febrero.
- Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial (2008), *Payment Systems Worldwide: A Snapshot. Outcomes of the Global Payment Systems Survey 2008*, BIRF/Banco Mundial, Washington.
- Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial (2011), *Payment Systems Worldwide: A Snapshot. Outcomes of the Global Payment Systems Survey 2010*, BIRF/Banco Mundial, Washington.
- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, CSPL (2005), *Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems*, BPI, mayo.
- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, CSPL (2012), *Innovations in Retail Payments*, BPI, mayo.
- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, CSPL, y el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, IOSCO (2011), *Principles for Financial Market Infrastructures*, BPI-IOSCO, marzo.
- Kokkola, Tom (ed.) (2010), *The Payment System: Payments, Securities and Derivatives, and the Role of the Eurosystem*, BCE, Fráncfort del Meno.
- Morales, Raúl (2011), "Situación actual de los sistemas de pago de bajo valor en América Latina y el Caribe", *Boletín del CEMLA*, vol. LVII, núm. 3, julio-septiembre, pp. 107-116.
- Secretaría del Grupo de Trabajo sobre Asuntos de Sistemas de Pago de América Latina y del Caribe (2010), *Estadísticas Comparativas de Sistemas de Pago de América Latina y el Caribe 1999-2009*, CEMLA-FHO, México, octubre.

► *Publicaciones periódicas*

Monetaria, vol. xxxv, núm. 1,
enero-junio, 2013

Artículos

- Guillermo Calvo, Alejandro Izquierdo y Rudy Loo-Kung
*Tenencias óptimas de reservas internacionales:
Autoaseguramiento contra interrupciones súbitas
de flujos de capital*
- Vittorio Corbo y Klaus Schmidt-Hebbel
La crisis internacional y América Latina
- Allan Hernández y Alberto Trejos
Riesgo moral fiscal debido a la integración monetaria
- Manuel Ramos Francia, Ana María Aguilar Argaez,
Santiago García Verdú y Gabriel Cuadra García
*Dirigiéndose a problemas: Una comparación entre las
crisis de América Latina y la crisis actual de la zona euro*

Ensayos

- João Pedro Bumachar Resende e Ilan Goldfajn
*América Latina durante la crisis: El papel de los
fundamentos*
- Eduardo Levy Yeyati
Cosas que aprendimos de las crisis

► *Publicaciones del CEMLA*

Documentos de Coyuntura

- Jesús Cervantes
La población inmigrante de origen latinoamericano en Estados Unidos en 2011, núm. 5, febrero de 2012
- Jesús Cervantes
Comportamiento reciente del ingreso de México por remesas familiares, núm. 4, febrero de 2012
- Jesús Cervantes
Remesas familiares y la migración de mexicanos a Estados Unidos, núm. 3, octubre de 2011
- René Maldonado y Natasha Bajuk
Las remesas a América Latina y el Caribe al primer trimestre de 2011, núm. 2, junio de 2011
- Jesús Cervantes y Alejandro Barajas
Ingreso de México por remesas familiares: el empleo y masa salarial de los trabajadores mexicanos en Estados Unidos, núm. 1, septiembre de 2010

Miembros del CEMLA

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco Central de Reserva de El Salvador
Centrale Bank van Aruba	Banco de Guatemala
Central Bank of the Bahamas	Bank of Guyana
Central Bank of Barbados	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Belize	Banco Central de Honduras
Banco Central de Bolivia	Bank of Jamaica
Banco Central do Brasil	Banco de México
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Centrale Bank van Curaçao en Sint Maarten	Banco Central del Uruguay
Banco Central del Ecuador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	Bangko Sentral ng Pilipinas
Banco de España	Banco de Portugal
Federal Reserve System (Estados Unidos de América)	Sveriges Riksbank (Suecia)
Banque de France	Swiss National Bank
	European Central Bank

Otras instituciones

Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)	Turks and Caicos Islands Financial Services Commission
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Superintendencia de Bancos de Guatemala	Banco Latinoamericano de Comercio Exterior, S. A.
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	CAF-Banco de Desarrollo de América Latina
Superintendencia de Bancos de Panamá	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas)
Superintendencia de Bancos (República Dominicana)	Fondo Latinoamericano de Reservas

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
Asociación Regional de Bancos Centrales

www.cemla.org

