

## MESA DE ESTABILIDAD FINANCIERA\*

La estabilidad financiera se ha tornado el debate estrella a partir de las crisis financieras recientes pues es sustancial tener una mirada global o sistémica que abarque a todas las actividades financieras vinculadas. En Uruguay se ha estado trabajando en el último tiempo en esa línea, primeramente con la reciente aprobación de la Carta Orgánica del Banco Central que permitió la fusión de los distintos órganos de supervisión y regulación del sistema financiero, lo que da una mirada global de los distintos conglomerados financieros. Y más recientemente aún, en un trabajo inicial entre la Asesoría Económica y la Superintendencia se está buscando monitorear el riesgo sistémico o macroprudencial a los efectos de crear un comité de estabilidad financiera en el país que permita la visión integrada del Ministerio de Economía y Finanzas, del Banco Central del Uruguay, de la Superintendencia y de la Corporación del Ahorro Público, y de esta manera completar la rueda de seguridad financiera del Uruguay y seguir avanzando en altos estándares de regulación y supervisión.

---

\* Realizada en el marco de las XXV Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay, los días 25 y 26 de octubre de 2010 en la que participaron Xavier Freixas, Augusto de la Torre y Eduardo Fernández-Arias.

**XAVIER FREIXAS<sup>1</sup>**

El título de mi exposición “Post crisis regulatory challenges”, tan general, quiere de alguna forma reflejar qué lecciones hemos tenido en cuanto a regulación bancaria y financiera en esta crisis espectacular y violenta. Se han puesto de manifiesto desde luego los límites de la regulación bancaria y financiera, y lo que creíamos que era un marco regulatorio coherente en realidad no lo era, y la red de seguridad, es decir, la garantía de depósito, requisitos de capital; está visto en última instancia, sistemas de liquidez, saneamiento de bancos en dificultades, han mostrado desde luego sus límites y eso es lo que quería explorar y pues en particular, hablar algo de regulación macroprudencial, puesto que esto es ahora una asignatura pendiente.

En primer lugar, quería dar una visión de lo que ha sucedido, y aunque se ha hablado mucho de innovación financiera, se ha hablado mucho de un nuevo sistema bancario, yo creo que en lo que tenemos que centrarnos es en una crisis sistémica clásica que corresponde por una parte a una fragilidad macroeconómica, a contagio y a algún tipo de mecanismo que se desarrolla todo en el contexto de la crisis sistémica. Y desde este punto de vista la crisis puede entonces abarcar a la vez la crisis americana, la crisis española, irlandesa, etc. Lo que sí es espectacular son los nuevos mecanismos de contagio que nos han sorprendido desde luego. Como analistas de la teoría de los bancos pensábamos que el contagio venía de las pérdidas del fallido de un banco sobre los activos que tienen otros bancos interrelacionados con él. La verdad ha sido muy diferente, el aspecto más espectacular ha sido la crisis de liquidez con el colapso del mercado, con los cambios en los porcentajes que se deducen del precio del colateral, con el apalancamiento dinámico, que como hemos visto los bancos de inversión tienen mayor apalancamiento cuando los precios de los activos van subiendo, aumentando por lo tanto la fragilidad del sistema, y eso es algo

---

1 Xavier Freixas es Doctor en Economía por la Universidad de Toulouse (1978) y Professeur Agrégé de Sciences Economiques (France). Actualmente es profesor de economía en la Universidad Pompeu Fabra en Barcelona e investigador del CEPR. Es editor asociado de las siguientes revistas especializadas: Journal of Financial Intermediation, Review of Finance, Journal of Banking and Finance y Journal of Financial Service Research. Ha publicado extensamente en las principales revistas especializadas en Economía y Finanzas, en muchas de las citadas recientemente, y sus estudios han contribuido al conocimiento acerca de los riesgos en el sistema de pagos, los riesgos de contagio, las funciones de los Bancos Centrales como prestamistas en última instancia; su contribución es también reconocida en el campo de la economía bancaria, donde su libro “*Microeconomics of Banking*”, escrito con Charles Rochet, es una referencia ineludible en esta materia. El profesor Freixas participó en las XXV Jornadas Anuales de Economía del BCU a través de videoconferencia.

que hemos aprendido gracias a los artículos de Adrian y Sheene. Hemos visto también ventas forzadas en las que las entidades no consideran en absoluto el precio sino que se ven forzadas a vender para hacer frente a los pagos que deben realizar por razones simplemente de liquidez, y también hemos visto, y sobre todo en Europa, un comportamiento de tesorerización, en que las entidades estaban dispuestas a pagar 1% primero, después 0,5% para tener su liquidez en el Banco Central Europeo gracias a la facilidad de depósito que existe ahí. Simultáneamente se ha traducido esto también por un contagio en términos de capital puesto que efectivamente, sabiendo la existencia de pérdidas, esto ha llevado a la desconfianza de las otras entidades y a un riesgo importante de contrapartida.

¿Cómo ha funcionado en todo esto la red de seguridad? La información que presento aquí es muy personal, pero queda claro que el seguro de depósitos ha funcionado bien y el prestamista en última instancia ha funcionado muy bien, en particular, la coordinación internacional que hemos visto con el sistema de swaps a finales del 2008 realmente limitó muchísimo el impacto de la crisis.

En cuanto al depósito, la primera medida que tomaron muchos países fue aumentar el nivel de seguro de depósitos, pasando en Europa por ejemplo de 20.000 a 100.000 Euros, en Estados Unidos llega a 250.000 ahora, con lo cual todo esto son aspectos positivos. Sin embargo, en términos de supervisión, en términos de capital y en términos de liquidación hemos visto deficiencias importantes que hay que subsanar. Pero además hemos visto que las redes de seguridad no abarcaban suficientes aspectos de la actividad bancaria y por lo tanto dos aspectos que hay que señalar ahí: en primer lugar no existía una conciencia de la necesidad de regulación macroprudencial, ahora sí somos conscientes de ello, desde luego, y segundo, la importancia del llamado “*shadow banking*” que era desconocido. Y esos dos aspectos han cambiado nuestra forma de leer la regulación.

Entonces, me gustaría aquí transmitir una corta preocupación, sin duda, por el excesivo énfasis que veo en los aspectos macroprudenciales actualmente. En la actualidad todo el mundo está a favor de la regulación macroprudencial. Bien. Sin embargo, ¿qué es exactamente la regulación macroprudencial? En eso puede haber muchas divergencias.

Y por lo tanto lo que me gustaría pensar ahí es que me gustaría tener un sistema en que la articulación entre regulación microprudencial

y regulación macroprudencial fuera lo más eficiente posible. Es decir, que para un banco le quedase claro un cierto principio de eficiencia, que en el coste de los fondos bancarios deben internalizar todos los costes, todos los riesgos, todas las externalidades generadas. En particular, estamos ahora viendo muchas propuestas, por ejemplo, por la liquidez, que me parece una excelente propuesta y sin embargo creo que debería ir más como aspecto microprudencial que como aspecto macroprudencial.

Entonces, el segundo aspecto es claro la consecuencia, es que la regulación macroprudencial debe ceñirse a lo que son los riesgos sistémicos, la fragilidad financiera, los escenarios por la gestión de riesgos, escenarios macroeconómicos para la gestión de riesgos, y posiblemente, desequilibrios y burbujas especulativas.

Hemos cambiado el sistema a nivel microprudencial, desde luego, se han limitado los efectos de las quiebras bancarias que ya estaban muy presentes en toda la regulación de Basilea, en Basilea III, desde luego, es un paso adelante, aunque la crítica que hace hoy De la Rocher en el Financial Times me parece particularmente pertinente, cuando De la Rocher se pregunta hasta qué punto no estamos penalizando a la banca tradicional, que no ha tenido ningún protagonismo en la crisis, para tener una banca más regulada en cuanto a lo que es la titulización, etc., y son, desde luego preguntas que tenemos que plantearnos. Basilea III por lo tanto, pues, nos permite un mejor cálculo de capital, una mejor definición de lo que es capital, aspectos de liquidez y por otra parte, a nivel microprudencial ha sido importante todo el esfuerzo por cambiar lo que son aspectos de capital contingente; y hemos visto la importancia del “*contingent capital*” que se ha estudiado en Estados Unidos, que plantea problemas interesantes puesto que puede haber aspectos especulativos que tienen que ver con ventas al descubierto, etc. que pueden ser muy desestabilizantes, y por lo tanto hay que considerar con mucha atención este tipo de propuestas.

Sin embargo, quisiera centrarme más en lo que son aspectos macroprudenciales. Pero antes, considerar lo que es esta interfaz entre aspectos microprudenciales y aspectos macroprudenciales. Efectivamente tal vez esta interfaz ha sido injustamente omitida, y sin embargo, creo que es particularmente importante.

En primer lugar porque aspectos como son los de “stress testing” han sido particularmente positivos, tanto en el 2009 para el mercado ame-

ricano como en julio de 2010 para el mercado europeo; han sido aspectos estabilizantes. Y ello implica una cierta cooperación puesto que se tiene que plantear un escenario macroeconómico riguroso y realista a partir del cual las entidades financieras empezarán a trabajar y han trabajado durante 2, 3 meses para obtener los resultados requeridos, y eso me parece un aspecto importante de esta interfaz entre la regulación macroprudencial y la regulación microprudencial.

Un segundo aspecto importante es el cálculo de las medidas de riesgo. Me gustaría referirme a una anécdota muy española y pues, aunque desde luego el Banco de España ha tenido muy buena reputación en cuanto a regulación, pues, la anécdota se refiere a que el informe de estabilidad financiera del Banco de España hacia 2005 o en todo caso antes de la crisis indicaba que había una burbuja en el precio de la vivienda de un 25%.

Sin embargo, no se hizo nada en cuanto a corrección de los modelos de riesgo, no hubo un vínculo entre la conciencia por parte de los servicios de estudios de esta burbuja por una parte, y por otra parte la supervisión de los modelos internos bancarios. Y de hecho eso, desde luego, habría llevado a problemas serios, de índole casi política puesto que hubiera implicado que las entidades españolas tuvieran un coste mayor de su capital para préstamos hipotecarios cuando las entidades europeas, no españolas, sometidas a una regulación distinta hubieran tenido costes menores y hubieran podido captar más mercados.

Sin embargo, claramente, la gestión rigurosa del riesgo implicaba que para entidades que tienen un volumen importante de hipotecas realizadas residenciales en España los riesgos se incrementaran al tener conciencia de esa burbuja.

Entonces, en cuanto a regulación macroprudencial lo que me gustaría es hablar un poco de un cierto programa de destilación que de alguna forma se está realizando, empezando a perfilar y creo que puede ser muy interesante, muy prometedor. En materia de regulación macroprudencial está todo el aspecto institucional, importante, del que no voy a hablar aquí pero desde luego es importante en un país tener una entidad que pueda indicar si existe o no una crisis sistémica y si existe una crisis sistémica que surtan todos los mecanismos contingentes que se han considerado. Así por ejemplo podemos pensar en los bonos convertibles cuya conversión puede depender de un precio bajo de la acción pero puede depender también de

una decisión por parte de algún organismo regulador. Y estos aspectos institucionales aparecen pues reflejados tanto en la regulación de Dodd-Frank Act de Estados Unidos como recientemente en las propuestas europeas. Pero quería centrarme en lo que constituye el programa de investigación. Yo veo aquí cuatro áreas muy interesantes en las que las lecciones de la crisis son particularmente importantes. En primer lugar política monetaria, en segundo lugar, ciclos financieros, económico- financieros, en tercer lugar, fragilidad financiera, y en cuarto lugar, aspectos macrodinámicos.

En cuanto a política monetaria, pues lo que hemos visto en la crisis han sido unas intervenciones espectaculares, tanto de la Reserva Federal como en Europa del Banco Central Europeo, inyecciones de liquidez y un precio muy bajo del dinero. Si consideramos la teoría antes de esta crisis desde luego la idea más habitual es que era necesario tener separación de la regulación prudencial por una parte y de la política monetaria por otra parte. Y con la crisis hemos visto que hay aspectos muy positivos de tener una buena vinculación. Y ahí desde el punto de vista teórico pues aparecen algunos artículos en los que se dice que es interesante precisamente tener tipos de interés bajos cuando se da una crisis sistémica.

Y simultáneamente tenemos recientes análisis empíricos que muestran cómo cuando los tipos de interés disminuyen el resultado es que los bancos toman mayores riesgos. Y esto es un análisis que tenemos tanto en España como para Bolivia en condiciones desde luego, con bases de datos desde luego periodísticas. Otros desarrollos interesantes; pues, muy recientemente el artículo del Fondo Monetario Internacional de Nerush y Near, que considera hasta qué punto la política monetaria de Estados Unidos entre otros, la política monetaria laxa, es la responsable de la crisis y su conclusión es que vio que la responsabilidad de la crisis viene a más que los desequilibrios de balanzas de pagos. Y ahí pues hay una importante agenda para calibrar exactamente cuál es el efecto de la política monetaria y hasta qué punto la nueva regulación, por ejemplo, el Dodd-Frank Act que prohíbe algunas intervenciones de la Reserva Federal, hasta qué punto esta nueva regulación es coherente y aumenta la eficiencia del mercado.

La segunda área que es de interés es la cuestión de los ciclos financieros, y ahí tenemos que hablar no solo de ciclos económico-financieros sino también del impacto de la oferta de crédito y de su vinculación con las burbujas. Desde luego sabemos de Irving Fisher en el primer artículo de la revista *Econometrica*, que hay un impacto del precio del colateral

sobre el nivel de préstamos y cómo un menor nivel de crédito va a tener por impacto un menor precio para el colateral. Es la teoría de debt-deflation y actualmente se ha visto revisada por una serie de artículos que consideran lo que se llama “*casi-in-the-market*”, es decir, la liquidez existente en el mercado y cómo esa liquidez pues va a tener un impacto sobre los precios de los activos que las entidades tienen que poner a la venta por razones de liquidez. Esta literatura nos puede dar ideas sobre el vínculo entre la oferta de crédito y la economía real que es desde luego interesante, pero sobre todo sobre la oferta de crédito y las posibles burbujas, y ahí sabemos cómo, desde la FED se ha venido a decir que era imposible identificar burbujas financieras. Y eso aparece un poco como una controversia por una parte, Greenspan primero y Bernanke después de forma sin duda menos beligerante, nos dice que es imposible identificar burbujas financieras, y en cambio Janet Yellen, del Sistema de la Reserva Federal de EEUU<sup>2</sup>, nos dice que sin duda es posible. Yo creo que la controversia es muy correcta y lo importante es saber cómo funcionan los mercados. En un mercado perfecto es imposible identificar una burbuja, por ejemplo, en el mercado bursátil; sin embargo, no todos los mercados son perfectos, el mercado inmobiliario tiene una alta autocorrelación, existen comportamientos sociológicos muy estables que permiten de alguna forma determinar la existencia o no de una burbuja financiera.

Y esto por lo tanto es desde luego un aspecto importante para la regulación macroprudencial que a su vez puede ayudarnos a gestionar mejor el riesgo bancario y el riesgo de crédito.

El tercer punto en este programa de investigación macroprudencial sin duda posiblemente con tratamiento con el anterior, de ciclos y burbujas, es la fragilidad financiera. Es sorprendente que no haya habido a nivel macroprudencial una imagen clara de lo que era el riesgo consolidado del sistema bancario y financiero.

En Basilea II insistíamos en que la supervisión de los grupos bancarios tiene que hacerse a nivel consolidado. Muy bien, pero ¿qué ha ocurrido? Pues que no sabíamos muy bien cuál era el riesgo consolidado del sistema financiero. Si lo hubiéramos sabido sin duda habríamos identificado AIG<sup>3</sup> como riesgo elevado y habríamos tenido la Reserva Federal o

---

2 Antes fue la Presidente del Banco de la Reserva Federal de San Francisco.

3 American International Group, gigante aseguradora estadounidense.

la *Security Exchange Commission* habrían podido anticipar los problemas que surgieron ulteriormente con los bancos de inversión, así como AIG. Se trata aquí pues de no solo considerar el riesgo bancario sino más ampliamente tener en cuenta la existencia de un “*shadow banking*” y por lo tanto considerar el riesgo financiero en general. Aquí la investigación ha sido productiva y tenemos ahora las medidas del llamado “*Co Var*” que indica el “*value-at-risk*” condicionado por la existencia de una crisis sistémica o el MES “*marginal expected shortfall*” que nos da las pérdidas de una entidad, la contribución de una entidad al riesgo sistémico en términos de sus pérdidas. Y aquí recientemente hemos visto un artículo de Brownlees y Engle (2010). Engle que tiene su página web en New York University donde precisamente actualiza la cuestión del MES diariamente y por lo tanto nos da información sobre las colas, sobre las correlaciones, etc., todo un programa de identificación de los riesgos sistémicos, de las instituciones que son demasiado importantes.

Simultáneamente se ha desarrollado investigación en la identificación de arquitectura financiera y ahí pues tenemos contribuciones, desde las antiguas contribuciones que consideraban el impacto del fallido directamente sobre la solvencia de otras entidades bancarias<sup>4</sup>, a lo que es el sistema reciente de identificación de todos los riesgos que ha sido desarrollado en particular por el Banco de Inglaterra (RAMSI).

Y por último el cuarto aspecto son los aspectos macrodinámicos, desde luego, los macroeconomistas han estado utilizando los modelos de DSGE pero ahora se trata de introducir en esos modelos restricciones financieras, un sector bancario con su fragilidad, la posibilidad de riesgo de crédito, restricciones de liquidez. Y en este sentido una contribución interesante son modelos no lineales dinámicos como el que acaban de presentar Brunneimeir y Sannikov (2010).

Para concluir, pues, creo que tenemos frente a nosotros desarrollos muy interesantes, muy estimulantes. Creo que la regulación macroprudencial es muy importante pero tenemos que tener cuidado con respetar lo que son aspectos microprudenciales y mi forma de sintetizarlo es simplemente no olvidar que los impuestos son micro no macro. Creo también que los aspectos de incentivos y agencia se han dejado un poco de lado con la regulación macroprudencial y que por lo tanto no habría que olvidar bajo

---

4 Upper y Worms (2002), Yang y Zhou (2010).

pretexto de la regulación macroprudencial que tenemos los directivos que están tomando riesgo en base a una maximización de beneficios y en base a un alfa que después puede resultar inexistente. Debemos considerar también que hay una cierta economía política de la banca en que los poderes políticos quieren que la banca esté prestando al sector privado para el desarrollo económico del país, por lo tanto hay un interés claro en que se desarrolle el sistema bancario. Y después cuando viene una crisis - pues ésta puede estar relacionada desde luego con una oferta de crédito excesiva - todo eso desde luego lo vamos a tener que considerar en los 80 años que vienen puesto que si calculamos a partir de las dos primeras crisis, se producen más o menos cada 80 años.

## AUGUSTO DE LA TORRE<sup>5</sup>

Quisiera empezar obviamente felicitando al Banco Central del Uruguay por los 25 años de exitosas Jornadas y es un privilegio para mí estar acá y compartir con ustedes algunos pensamientos que creo van a complementar en algo lo que dijo el Profesor Freixas. Lo que voy a presentar es parte de un trabajo que estamos haciendo con mi coautor Alain Ize en el contexto de una investigación del Banco Mundial sobre distintos aspectos del desarrollo financiero.

En esta ocasión me voy a inclinar más bien a temas de banca central y temas macro. La presentación tiene dos grandes componentes, y los dos son platos bastante fuertes, y son dos cosas que creo nos van a ocupar mucho en la discusión hacia adelante. La primera es el tema de las implicaciones en la avalancha de ingresos de capital que la región está experimentando, y las está experimentando en un contexto de desbalances globales. Esto empieza a aparecer como un lado un poco complicado e incómodo de la globalización financiera, pues está asociada a todas las cosas que Mario (Bergara) conoce mejor que todos nosotros que son estos dilemas que para el Banco Central impone la depreciación de las monedas al momento en que las economías están creciendo a un ritmo por encima o cercano al potencial y con el riesgo de que toda esta constelación de factores genere excesos financieros en nuestros mercados, excesos en nuestros mercados financieros que después de algunos años se conviertan en alguna especie de crisis o turbulencia. Entonces un tema de naturaleza sistémica de gran importancia para la región y que nos tiene preocupados.

Y el segundo es un tema que apareció también en el contexto de esta crisis que es el papel del Estado en su capacidad de absorber riesgo crediticio. Una manera de ver esto es acordarse de que durante el año 2009 los bancos públicos de nuestros países, particularmente en Brasil

---

5 Augusto de la Torre es Economista Jefe del Banco Mundial para América Latina y el Caribe. Ocupó varias posiciones en el Banco Mundial desde su ingreso en 1997. Entre 1993 y 1997 Augusto fue Presidente del Banco Nacional de Ecuador y en noviembre de 1996 fue elegido mejor banquero central de Latinoamérica por la revista *Euromoney*. Trabajó para el Fondo Monetario (1986-1992) y ha publicado una importante cantidad de artículos en los campos de la macroeconomía y el desarrollo financiero. Además, cuenta con extensa experiencia en el tema de la estabilidad en los mercados financieros. Es miembro de la Carnegie Network of Economic Reformers. Obtuvo sus grados académicos de Maestría y Doctorado en Economía por la Universidad de Notre Dame.

y México, creo que en casi todos los países de la región, actuaron exitosamente con instrumentos contracíclicos para neutralizar la caída del crédito privado como consecuencia de la aversión al riesgo. Es lo que yo llamo el “*quantitative easing*” tropical. Cuando hicimos “*quantitative easing*” en la región fue a través de los bancos públicos. Los banqueros centrales estaban muy contentos de hacerlo así porque hemos trabajado tan duramente en crear bancos centrales independientes que esta idea de entrar, hacer lo que la FED hizo, que es comprar cualquier papel que se muere, no nos parecía muy atractiva. Entonces usamos nuestros bancos públicos para hacer una cosa parecida y eso invita ciertamente a una reconsideración importante del papel del Estado como absorbedor de riesgo crediticio. Esta es la segunda parte de la presentación y también es un plato fuerte, y estoy seguro de que no lo voy a cubrir pero quería dejarlo ahí para que ustedes se acuerden de que este tema nos va a mantener muy ocupados.

Y el trabajo que estamos haciendo con Alain Ize, estamos yéndonos a las *foundations* de cómo los economistas hemos pensado en el tema de la absorción de riesgos por parte del Estado y estamos encontrando que en realidad los economistas no hemos dicho mucho sobre ello.

Tenemos que repensar bien este papel contracíclico absorbedor de riesgo y también el papel de absorción de riesgo de los bancos públicos en algunos momentos más tranquilos.

Y al discutir estos dos temas yo voy a referirme a un marco conceptual que está en el *paper* que hicimos con Alain y que se publicó en 2010 en *International Finance*, en donde la idea, la estrategia de análisis consiste en explotar de manera independiente la dinámica que está asociada a tres grandes *drivers* generadores de fallas de mercado y de dinámica. En una son los problemas de agencia, asociados con problemas de información asimétrica o de fricciones en la capacidad de hacer cumplir los contratos. En el otro son los problemas de acción colectiva asociados con la generación de externalidades o *free-riders*, con las fallas de coordinación, y el tercero son los problemas de cognición colectiva. O sea, estos problemas de cambios en el temperamento de los inversionistas, *mood trends*, *irrational exuberance*, esto es, Cain, Schiller, Kindleberger.

Un poco la estrategia nuestra es tratar de explotar estos *drivers* por separado y entender lo que generan y luego ver cómo se entrecruzan en el

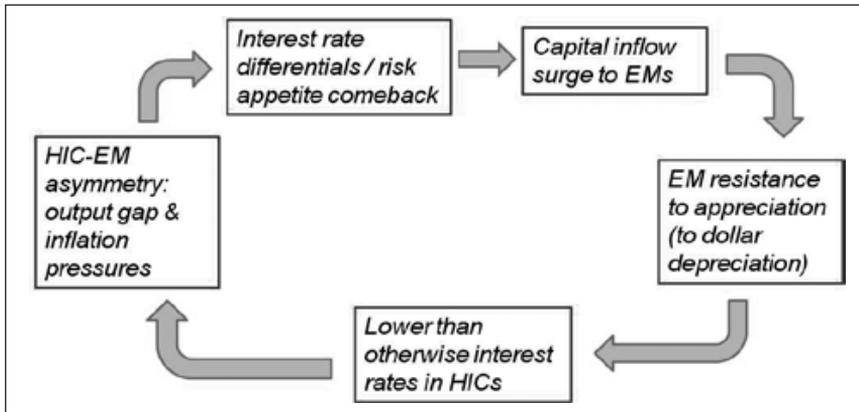
camino. Voy a tratar de cubrir el primer gran punto que son los problemas generados por la avalancha en los flujos de capital en medio de desbalances globales. ¿Cuál es el problema primero? El hecho de que haya grandes ingresos de capital no es necesariamente un problema a menos que detrás de ello haya distorsiones. Y entonces uno puede identificar tres grandes tipos de distorsiones que están detrás de los problemas generados por esta avalancha de capitales.

El primero es que los desbalances globales ellos mismos reflejen distorsiones. Exceso de ahorro en China o distorsiones de algún otro tipo en Estados Unidos y los problemas de desbalances globales de fondo generan un problema de coordinación (*coordination failure*) a nivel global. Una segunda razón por la que estos ingresos de capital pueden ser un problema es porque pueden ser “espumantes” (*frothy*), no los factores fundamentales de nuestros países, de los mercados internacionales sino más bien problemas de exhuberancia irracional, de cambios de temperamento, y estos son problemas de cognición colectiva. Incluso si la información fuera asimétrica y todos conociéramos lo mismo puede ser que todos estuviéramos engañándonos y pensando que la cosa está mejor de lo que fundamentalmente está. Simplemente un problema de ser humano sin entender todo.

Y el tercero puede ser que estos flujos de capital tengan externalidades para los países que los reciben. Las externalidades pueden venir por dos grandes fuentes. Una es que pueden generar efectos duraderos sobre el crecimiento a largo plazo de los países y la segunda, es que pueden generar problemas de estabilidad sistémica en el futuro. Estas son las tres razones por las cuales uno puede pensar que estos flujos de capitales son un problema y no sólo reflejan lo fundamental sino que van más allá de eso. El modo como los países emergentes están reaccionando frente a esto es que están resistiendo como pueden, como decimos en mi país, “como gato panza arriba”. Están resistiendo la apreciación de sus monedas y esa es la respuesta dominante, y esperando que de alguna manera haya un proceso de coordinación global que nos alivie un poco las presiones.

La falta de coordinación global es a mi juicio bastante fuerte y tiende a ser un equilibrio que se refuerza y en este gráfico de aquí trato de explicar un poco cómo se produce este problema global. Una manera de verlo es que este problema global parte de una asimetría enorme en las condiciones de los países del centro y los países emergentes.

Cuadro 1.



En los países del centro el *output gap* es enorme, no hay presiones inflacionarias por donde uno vea, algunos hablan de presiones deflacionarias más bien, y por tanto en esos países la tasa de interés está en los suelos. En los países emergentes en contraste el *output gap* se ha cerrado, en algunos casos no solo se ha cerrado sino que el crecimiento está excediendo el potencial, y los bancos centrales por tanto han empezado a subir las tasas de interés. Y esto unido al hecho de que los países emergentes salen bien de la crisis, se han vuelto un destino atractivo para la inversión, genera grandes diferencias de rentabilidades. Y no solo eso sino que las perspectivas en los países centrales no son tan buenas y entonces hay muchos *push-factors*. Las perspectivas en los países emergentes son buenas (*pull factors*) y ha regresado el apetito al riesgo.

Esto es para mí lo más asombroso, quizá, que hemos aprendido de esta crisis, cómo cambia “**escalation**”.

“**Escalation**” no es una constante. En el año 2009 cuando yo visitaba Wall Street nadie quería saber del riesgo y todo el mundo quería tener su plata estacionada ahí en efectivo o en papel del Tesoro norteamericano. Ahora estamos de vuelta a la vida loca, y cualquier papel que tenga nombre brasileño lo toma Wall Street sin ningún problema.

El apetito al riesgo ha regresado con mucha fuerza y la combinación de esta rentabilidad con el apetito al riesgo es lo que produce este gran flujo de capitales a los países emergentes. Los estimados para Latinoamérica por ejemplo, el ingreso de capitales para Latinoamérica en este año, en lo que

va del año, estará casi como 15% por encima de los flujos que recibimos en el 2007 que fue un año de fuertes ingresos de capital.

Entonces, los países emergentes resisten la apreciación de la moneda que es exactamente equivalente a resistir la depreciación del dólar. Pero todos sabemos que el proceso de rebalanceo global requiere que el dólar se deprecie. Entonces, en la medida en que resistimos la apreciación de nuestras monedas estamos de alguna manera siendo parte de la historia que bloquea la solución de los problemas de desbalance global.

Eso hace que Estados Unidos tenga que tener una tasa de interés más baja que la que tendría en otro caso, y la tasa de interés baja en Estados Unidos está perdiendo su fuerza estimulante entonces, en ausencia de creación de demanda por exportaciones norteamericanas, los norteamericanos no tienen el espacio para hacer el ajuste fiscal que necesitan hacer si no les compran sus productos. Entonces se sienten obligados a estar ahí, la tasa de interés baja otra vez y realimenta el circuito. Y es el entrampamiento en que está el mundo y nosotros lo sufrimos y los daños colaterales de esto los sufrimos en nuestras monedas. Ahora, por el momento, dejemos el problema global como un hecho sobre el cual no podemos tener mucha influencia, a esto volveré después, y cuáles son las opciones que tenemos. Y aquí la cosa se complica.

Lo que quiero ver de un lado son las opciones para tratar de discutir las, no porque tenga una solución pero estas son las opciones: hay dos opciones que son de esquina y que no son muy apetecibles sino que son amargas y feas y por eso no las hacemos. La primera es que todos los bancos centrales de los países emergentes dejen que sus monedas floten libremente, lo cual es equivalente a dejar que hagan una apreciación de “*overshooting*” al estilo de Dornbusch. Y que las monedas se aprecien tanto que después de eso la gente espere que más bien se deprecien. Y cuando eso suceda el diferencial de tasas de interés se justificaría con la exportación de depreciación, y esta sería una manera rápida de enfrentar la situación y tiene algunos puntos a favor, conceptualmente es una solución limpia, es consistente con los objetivos de inflación de los bancos centrales y al menos técnicamente es fácil de instrumentar. Pero tiene enormes puntos en contra: el primero que si hiciéramos eso entraríamos en una fiesta de consumo difícil de manejar, a menos que hubiera un ajuste fiscal fenomenal, entraríamos en una fiesta de consumo con efectos muy adversos para el crecimiento del futuro. Y esto serían simplemente problemas de nivel general, por ejemplo, moneda, el “*overshooting*” de la apreciación es tan

fuerte que mata a algunos sectores de exportadores que de otra manera son viables y que después no pueden revivir porque el *overshooting* temporal tiene efectos permanentes sobre la capacidad de crecer. O porque este tipo de “*overshooting*” está asociado a movimientos de capital que no son determinados por factores fundamentales. Esa es una de las razones por las cuales esta apreciación no la hacemos.

Y la segunda que me parece fundamental y tal vez no se ha hablado de esto. Si soy el único que dejo apreciar mi moneda la moneda se va a apreciar mucho más de lo que se apreciaría si otros flotaran. Pero como yo no quiero ser el primero y nadie quiere ser el primero, el equilibrio es que nadie flota. Es una especie de dilema del prisionero en el que estamos todos atrapados. Y a mí me parece una razón muy fuerte para no ser el único bobo que flota. Como diría algún banquero central de otro país: “encuéntrese otro tonto”, porque no quiero ser el primero en esto. Por eso esta solución de esquina a mí no me parece que es apetecible. La otra solución de esquina es algo que ningún banquero central haría a menos que le pongan una pistola en la cabeza y quizá ni siquiera así. Que es simplemente bajar la tasa de interés hasta que converja con la tasa de interés internacional y dejar que la inflación equilibre las cosas. Esto tiene un punto a favor y es que en ese caso con el tipo de cambio real no habría un *overshooting* tan fuerte. Convergiría un nuevo equilibrio de una manera más suave porque la inflación se ajusta a una velocidad mucho más lenta que a la que se ajusta el tipo de cambio nominal. Pero obviamente tiene enormes puntos en contra. Quizás la manera más fácil de decirlo es que significaría un sacrificio de 20 años de virtud monetaria, de esfuerzos enormes de innovación institucional con enormes costos para la credibilidad futura de los bancos centrales. Entonces, dos opciones de esquina que no nos gustan y no son apetecibles. Claro, hay una solución que es el *first best*. Y el *first best* implicaría un cambio tectónico en la mezcla de *policy*. Entonces ¿cómo podría uno describir este *first-best*? Bueno, sería que los banqueros centrales aflojen las riendas monetarias y dejen que baje la tasa de interés para eliminar el diferencial pero al mismo tiempo haya un apretón fenomenal de carácter fiscal y una agenda macroprudencial muy fuerte, quizá suficientemente fuerte para anclar las expectativas de inflación. Es decir, para abrirle suficiente espacio al banco central para que el banco central no se ocupe de que esto es inflacionario. Requeriríamos un manejo de la demanda agregada y macroprudencial muy fuerte. En esta opción de *first-best* el punto que me gustaría enfatizar es que para que esto funcione habría que ir mucho más allá de las políticas macroprudenciales que están orientadas exclusivamente al sector financiero.

Lo que se habla en Basilea III en el fondo es macroprudencial limitado. La idea es introducir requisitos de patrimonio o requisitos de provisiones para que los intermediarios financieros internalicen los riesgos esperados o no esperados del sector financiero durante el ciclo. Entonces, la idea es que el sistema financiero no entre en problemas a lo largo del ciclo, pero para hacer este *first resolution* la política macroprudencial debería ir más allá, debería tomar no solo en cuenta la salud del sistema financiero a lo largo del ciclo sino también tomar en cuenta la interacción entre el sector financiero y el sector real y usar estos instrumentos macroprudenciales para que los agentes internalicen no solo los riesgos para el sector financiero sino también los riesgos para la economía como un todo y por tanto usar estos instrumentos macroprudenciales para afectar el ciclo de negocios mismo. Entonces ahí uno puede pensar en instrumentos adicionales y en la región somos muy creativos y algunos ya están siendo usados, por ejemplo, el uso más activo de los requerimientos de reserva sobre el crédito. Los colombianos por ejemplo usan mucho esto. Y ahora se está hablando de poner encajes. Sobre todo crédito, no importa quién lo dé, los bancos, cualquiera. Esta es una manera de pensar en un instrumento macroprudencial más fuerte. O los impuestos a los ingresos de capitales de corto plazo, etc.

¿Cuáles son las ventajas de este cambio tectónico en esta política? Bueno, que el país que hace esto se puede en principio salir de los líos en que estamos. Entonces hay un *first-mover bank*. Si es que yo soy el único que lo hace salgo del problema y dejo a los otros con el problema de coordinación global y ya se arreglaron las cosas. El segundo punto a favor es que si un país hace esto se va a volver más atractivo porque los inversores van a decir “qué país más ordenado, fíjense el ajuste fiscal que han hecho, miren la política macroprudencial, este es el país del futuro” y en lugar de disuadir los capitales pueden atraerlos incluso más.

Bueno, lo que les diría es que el tipo de capitales que vendrían bajo ese caso no serían de los venenosos. Sería FDI<sup>6</sup> y otros tipos de capitales con los cuales uno puede vivir, es el “buen colesterol” que uno puede aceptar. Pero ¿cuál es el problema de esta opción? esta opción es buena individualmente pero es mala globalmente. Si todos los países hiciéramos esto el problema del desbalance global seguiría igual y esta solución que parece ser el first-best tiene enormes obstáculos de implementación.

---

6 Foreign direct investment.

Si trajéramos aquí a los Ministros de Finanzas y les dijéramos que esta es la propuesta no creo que nos verían con mucha alegría porque se darían cuenta del esfuerzo de ajuste fiscal que necesitarían hacer para poder dar paso a este tipo de respuestas. Entonces, ¿qué es lo que queremos? Queremos una solución pragmática, híbrida, y en eso estamos.

¿En qué consiste la solución híbrida? Pues es un poquito de todo. En la medida en que las condiciones políticas y técnicas nos lo permitan y eso es lo que estamos haciendo en la región. Intervenimos en los mercados cambiarios un poquito, con la estabilización, algunos países han empezado a tolerar que la inflación esté por la parte alta de la banda, tolerar un poquito más la inflación para no tener que subir la tasa de interés tanto, poner controles a los capitales, hacer lo que se puede para evitar el crecimiento del gasto fiscal, no necesariamente generar una política que sea contracíclica, pero que al menos no sea muy procíclica, que sea un poquito macroprudencial en la medida que entendamos qué diablos es esto de macroprudencial, y ahí estamos.

Este híbrido puede de todos modos ser mejorado, en mi opinión. ¿Cómo puede ser mejorado? Rebalanceando las cosas un poquito, haciendo un poco de esfuerzo fiscal. Creo que uno de los mensajes más importantes que al menos desde mi Oficina estamos dando a la región es que vemos a la política fiscal de la región demasiado procíclica dadas las condiciones. Entonces la política fiscal fue contracíclica durante la crisis, lo cual estuvo bien, y ahora necesita ser procíclica en momentos de entusiasmo como los que estamos viviendo. Yo sé que no hay incentivos, porque ¿quién quiere dañar la fiesta?, pero sí creo que hay espacio para mover un poco el balance, hacer un ajuste fiscal más fuerte y una reducción del crecimiento del gasto más clara. Y puede rebalancearse un poquito hacia instrumentos macroprudenciales. En particular, como decía antes, pensando en lo macroprudencial más allá de un enfoque puramente sector financiero y pensando en macroprudencial para la economía y los riesgos de la economía en su conjunto.

¿Dónde se puede poner el énfasis en lo macroprudencial en mi opinión? Orientar las políticas a limitar los flujos de capital que están basados en *carry-trade*<sup>7</sup> y hacer cosas que eviten una excesiva dependencia del

---

<sup>7</sup> *Carry-trade* es una estrategia que se aprovecha de los diferentes tipos de intereses entre dos divisas y consiste en financiarse o pedir prestado en activos de bajo rendimiento para colocar o invertir en instrumentos de alto rendimiento. (Nota de redacción).

crédito en un sondeo de corto plazo *wholesale* y tratar de poner un poco de arena en las ruedas de la expansión del crédito.

¿Cuáles son los pros de esta solución híbrida? Bueno, que tiene un *option value*, tiene un valor de opción de *wait-and-see*, qué pasa en G20, qué pasa en las conversaciones entre Estados Unidos y China, etc. Y no nos limita o nos da la ventaja de no tener que incurrir en la desventaja de ser el *first mover*.

¿Cuáles son los puntos en contra? Bueno, creo que todos los híbridos crean espacios para distorsiones y *dead-weight losses*, especialmente los asociados con el hecho de que la política macroprudencial en este híbrido un poco mejorado tendría que ser más agresiva para compensar el hecho de que no hay suficiente ajuste fiscal. Y ahí hay una fuente de posibles distorsiones y *dead-weight losses*.

Quiero completar esta visión diciendo algo sobre la coordinación global y parecería ser que algo de coordinación global se viene, algo.

Las conversaciones de los últimos días no llegaron a acuerdos sobre detalles pero al menos hay cierto movimiento en esa dirección. Lo que está claro es que se va a necesitar mucho más empuje de los participantes del G20 para que la coordinación global tome cierta forma y la impresión que tengo yo es que Latinoamérica tiene que jugar un rol más importante en esta conversación.

Todavía creo que los latinos somos observadores relativamente pasivos del proceso del G20 pero como nos está afectando toda esta situación de manera importante creo que debemos jugar un papel más decidido ahí. Pero la otra cosa que quisiera recordar es que incluso si la coordinación global en G7 se materializase, en particular si hubiera un acuerdo entre Estados Unidos y China sobre la moneda, incluso si eso pasara no sería suficiente para resolver el problema de la mezcla de políticas de Latinoamérica. De todas maneras en Latinoamérica tenemos por tanto un desafío con respecto a rebalancear mejor nuestra mezcla de políticas. La segunda parte de la presentación tiene el otro tema que les mencioné pero por razones de tiempo no lo voy a desarrollar en esta oportunidad. Muchas gracias.

**EDUARDO FERNÁNDEZ ARIAS<sup>8</sup>**

Estoy honrado realmente de participar en la fiesta de los 25 años.

Yo venía con cierta preocupación de que las cosas de las cuales pensaba hablar no fueran estrictamente en los términos de referencia de la sesión sobre estabilidad financiera, pero la presentación de Augusto me ha dejado más tranquilo, y en realidad, es una secuencia interesante.

El Profesor Freixas habló, por caricaturizar un poco, de bancos y sector financiero, como es natural, y habló en particular de regulaciones financieras macroprudenciales, del modo como lo definió. Augusto habló de lo que yo llamaría políticas macrofinancieras, no regulación, sino políticas macro, que tiene que ver con los aspectos macrofinancieros. Pero siempre naturalmente de políticas macro a nivel nacional. Yo voy a hablar de políticas macrofinancieras a nivel global, con esto completamos el ciclo. Estaba todo pensado. Antes de iniciar la exposición quería hacer un comentario que me quedó de ayer, y que Augusto tocó justo al final de su exposición. A mí me parecería bien interesante pensar desde el punto de vista de los emergentes como Uruguay en América Latina hasta qué punto contribuimos o afectamos con nuestras políticas nacionales el proceso de rebalanceo global. Una manera de expresar el problema es ver cómo prepararse para la guerra, qué hacer con este aluvión. Se trata de una guerra naturalmente, yo digo, para pensar. Pero otra manera de pensar el problema es pensar cuál es el rebalanceo eficiente a nivel global y de pronto hay lugar para contribuir a eso y en caso de sufrir ciertos perjuicios demandar, digamos, cierta clase de compensaciones en algún frente. Quizá ese sea un modo más eficiente de ver el problema. Y sería en todo caso nuestro ángulo en el tema de coordinación global.

Pero bueno. Hablo de lo mío. Tengo acá una cita muy reciente de hace unos días de **Stroska** que motiva esto. La traducción dice algo así

---

8 Eduardo Fernández Arias es uruguayo y actualmente se desempeña como Economista Principal del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo, habiendo ocupado el cargo de Economista Jefe del Departamento de Operaciones Regionales del BID (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Paraguay y Uruguay). Fue Economista Investigador en tópicos de economía internacional del Banco Mundial y profesor de Economía en la Universidad de la República, en Uruguay. Posee un Doctorado en Economía y una Maestría en Estadística por la Universidad de California en Berkeley. Fernández Arias ha contribuido extensamente a la literatura tanto teórica como empírica en una variedad de campos. Sus publicaciones incluyen temas de integración financiera, flujo de capitales, crisis financieras y reformas económicas.

como "... dado que los flujos de capital pueden revertirse rápidamente en momentos de pánico, ¿tiene sentido una red de seguridad financiera que complemente las políticas macroprudenciales?". Es de lo que se habló antes. El Fondo Monetario está trabajando para fortalecer la red de seguridad financiera global, y está pronto para trabajar con socios regionales y esto es una manera de tomar esa invitación. Voy a hablar de tres puntos. En primer lugar, la necesidad de un prestamista internacional de última instancia por lo pronto, para crisis sistémicas; en realidad, no solamente para crisis sistémicas, pero me voy a concentrar en eso en esta charla, crisis sistémicas de liquidez, decía, en un mundo que está financieramente globalizado, sigue siendo acuciante. Voy a mostrar de qué manera los mecanismos tradicionales que existían antes de esta crisis global no han sido efectivos, pero también cómo los mecanismos nuevos que se han creado en realidad, si uno los examina, son claramente insuficientes.

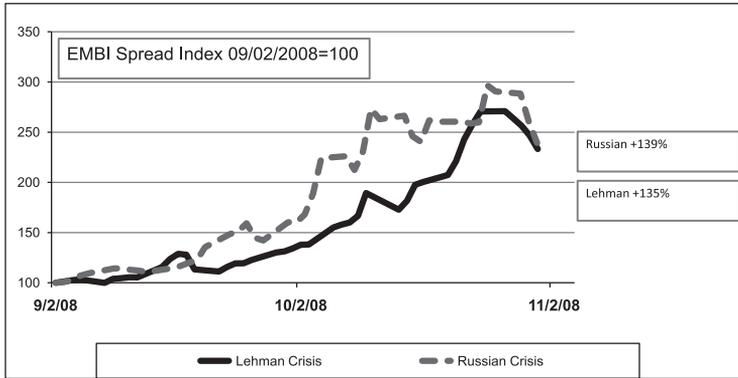
Lo que quiero decir con esto es que seguimos con un problema de falta de mecanismos e instituciones para la crisis que viene, que en España quizá se dé cada 80 años pero a nosotros nos ocurre cada 10 años.

Varias de las novedades de contagio por motivos de liquidez, etc., nosotros las sufrimos con ciertas variaciones, por ejemplo, en el contexto de la crisis rusa que afectó a los emergentes.

En segundo lugar, voy a tratar de caracterizar qué clase de prestamista internacional de última instancia se necesitaría y plantear algunas ideas para una propuesta para que esto pueda establecerse, y en tercer lugar, cierro con algún comentario acerca de varias reformas que el Fondo Monetario ha hecho o planea hacer en ese sentido y las limitaciones que yo le veo para arribar a lo que creo que sería la solución.

Seguimos con la necesidad de un prestamista internacional de última instancia, si continúa la inseguridad financiera por lo pronto para los mercados emergentes. Yo voy a mostrar en primer lugar que la crisis reciente desde el punto de vista de los emergentes que recién se experimentó con el colapso de Lehman Brothers al final del 2008 fue, si uno lo mira con cuidado, semejante al impacto que tuvo la crisis rusa. No se notó tanto, simplemente porque las condiciones iniciales eran mejores, pero voy a tratar de demostrar que tiene un tamaño parecido, estas cosas recurrentes cada 10 años tienen un tamaño parecido, y mostrar también que hay poca evidencia de que los mecanismos de protección hayan sido muy efectivos.

**Gráfica 1. El shock de Lehman fue similar al ruso en promedio...**

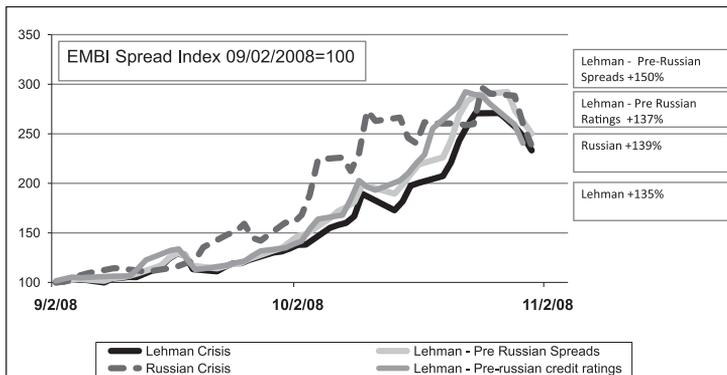


Source: Bloomberg, Author's calculations.



En este gráfico estoy comparando lo que yo llamo el shock de Lehman con el de la crisis rusa, como comentaba, es una ventana de dos meses, de antes de que se dé el problema en ambos casos, falta la fecha de la crisis rusa, y estamos observando cómo en promedio las primas de riesgo de los emergentes aumentaron en términos porcentuales que yo creo que es la métrica adecuada pero no tengo mucho tiempo para elaborar.

**Gráfica 2. ... y controlando por condiciones iniciales**



Source: Bloomberg, Author's calculations.



Como ustedes ven, la evolución es bastante parecida, en ambos casos; como digo, en la crisis rusa, las primas de riesgo subieron mucho más porque inicialmente eran bastante más altas, reflejando condiciones

iniciales. Y esto sigue siendo cierto aunque uno controle precisamente por esas condiciones iniciales, si uno toma el conjunto de países que tenían spreads, primas de riesgo iniciales semejantes a las de la crisis rusa, y ve qué pasó, en el caso del colapso de Lehman, se ve que aumentan de esta manera a más del doble. ¿Hasta qué punto uno puede discriminar entre países según qué países tuvieron acceso o no a los mecanismos tradicionales del Fondo Monetario para atender esta clase de problemas? Una manera de ver esto sería la siguiente: se podría pensar que hay países que claramente no podían tener acceso a ningún programa del Fondo que los ayudara a capear esta crisis y el mercado, anticipando eso, tuvo la reacción que tuvo cuando la crisis de Lehman. Por ejemplo, uno podría pensar que los tres países que se mencionan acá, Argentina, Georgia y Venezuela, de la muestra de países emergentes con que estamos trabajando, que son los que tienen primas de riesgo que cotizan en el EMBI. Estos países hacía tiempo que no tenían artículo 4° con el Fondo<sup>9</sup>, se ve que presumiblemente estaban fuera del circuito, no podría garantizar Ecuador, que estaba prácticamente en *default* a esa altura, y pensemos que el resto de los emergentes podían tener acceso a programas tradicionales del Fondo si los necesitaban.

Hay muy pocas diferencias entre estos dos grupos de países, como trato de demostrar acá, sea que uno controle por sus condiciones iniciales o no; en efecto, si uno quita Ecuador, uno se queda con la línea de abajo, que es Argentina, Georgia y Venezuela, y para esos tres países en realidad el deterioro de los *spreads* fue incluso menor que para el promedio de los otros. Lo que quiero decir con esto es que en esta métrica no parece que haya mucha diferencia en el acceso a un programa tradicional del Fondo cuando hay una crisis global de esta magnitud, y esto se confirma con una regresión más formal. En efecto, si hay evidencia de algo es de que el tener reservas internacionales como proporción de la deuda de corto plazo o las obligaciones de corto plazo de la deuda, eso tiene un efecto benéfico que realmente no se encuentra en términos del acceso a los programas tradicionales. Esto hace pensar que hay un problema. Ahora, esta crisis reciente hizo mover realmente al Fondo en la dirección correcta de una manera importante, se ha creado un programa nuevo que es el FCL<sup>10</sup>, y aparte hubo

---

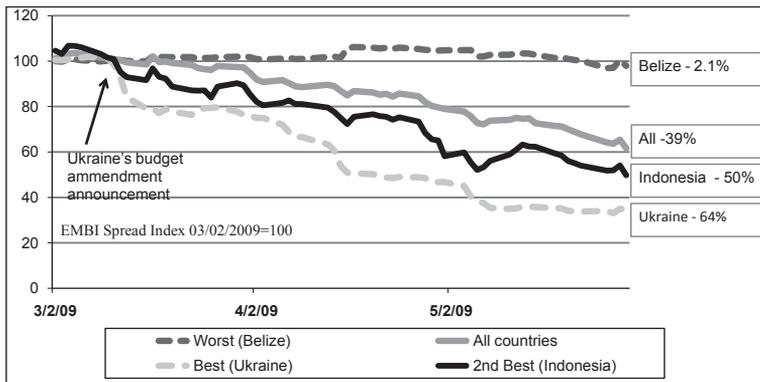
9 El FMI aplica anualmente a cada uno de los países que lo integran (187 en total) el artículo 4° de su Carta Orgánica. Este se trata de una revisión de los fundamentos económicos y un intercambio de ideas entre técnicos del organismo y de los países en cuestión. (Nota de redacción).

10 El 24 de marzo de 2009, el FMI anunció la implementación de una ventana para líneas de créditos flexibles (Flexible Credit Line, FCL en inglés) que funciona básicamente con precalificación pero sin condicionalidad y permite a los países que califiquen retirar montos

países que accedieron a swaps, es decir, arreglos entre bancos centrales, en particular con el FED de Estados Unidos. Estos son desarrollos nuevos y uno se preguntaría cuán relevantes fueron estos mecanismos nuevos. Lo que vamos a hacer para ver estos mecanismos nuevos es aplicar una metodología parecida y mirar ahora lo que es un shock favorable. Ustedes recuerdan que en marzo del 2009, marzo o abril del 2009, que fue el Summit del G20 en Londres, algunas de las cosas se empezaron a arreglar y hubo realmente coordinación.

Poco antes hubo algunos países que ahora voy a mencionar que accedieron a este programa nuevo del Fondo que es muy generoso, sin condicionalidad y demás, y también a estos swaps con el FED, y uno se pregunta si no fue esta la clave del éxito.

**Gráfica 3. Gran baja generalizada de primas de riesgo en Ems alrededor del summit del G20 en Londres**



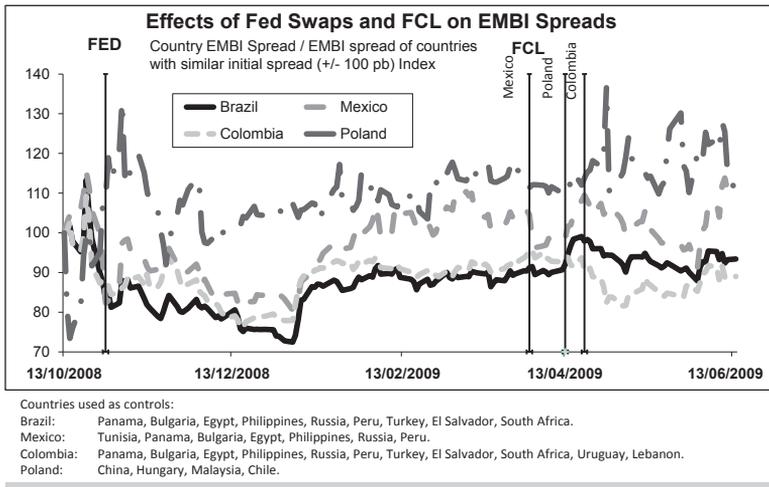
Y veremos que otra vez hay poca evidencia de que estos nuevos mecanismos hayan sido los que provocaron la mejora generalizada alrededor del Summit de Londres. Y lo muestro de la siguiente manera. En esta gráfica tenemos nuevamente la evolución de primas de riesgo en forma de índice, esta vez, alrededor del Summit de Londres, como comento, en promedio los spreads de esta muestra de emergentes bajaron su prima de

importantes de recursos (duplica el techo del monto disponible por país) a ser repagado en un período de tres a cinco años. (Nota de redacción).

riesgo en un 40%, eso prácticamente recompuso los niveles de spread antes del colapso de Lehman.

En su mayor parte los recompuso pero hay una variación importante en países, si uno puede explicar esta variación de acuerdo a países, si estos países eran buenos candidatos o no para los nuevos mecanismos que se crearon.

**Gráfica 4. Relativo al resto de los países sin ayuda, efectos bajos y poco duraderos**



Este gráfico quizá no se entienda mucho pero yo se los resumo, aquí estamos planteando qué fue lo que pasó con los cuatro países en nuestra muestra que accedieron a los swaps con el FED americano, que son Brasil y México, en la fecha en que esto ocurrió, y también los tres países que accedieron al nuevo programa del Fondo, el FCL, o sea Méjico, Polonia y Colombia.

Y aquí lo que estamos representando es la evolución de los spreads, la prima de riesgo de estos países relativo a lo que fue la evolución de esa misma variable para el resto de los países de la muestra, en este caso controlando por nivel de spread parecido.

Y resumo las conclusiones. En cuanto a los swaps del FED se nota un efecto bastante claro de mejora que tiende en parte a irse parcialmente

con el tiempo. En el caso de los programas del FCL se nota un cierto impacto, pero poco al principio, que en general se desvanece prácticamente. Siempre comparando con los otros países, es decir, todo el mundo mejoró y mejoró mucho. El punto es que estos países que se beneficiaron de estos programas no mejoraron mucho más que todos los demás.

De todas maneras podría pensar que la expectativa de que esto se aplicara a todo el mundo es lo que provocó que todo el mundo mejorara, entonces, otro intento de ver que quizá estemos bien al fin y al cabo. Esto es toda la muestra y esta es toda la mejora que hubo en esta instancia alrededor del Summit de Londres. Si se trata de separar en dos grupos usando análisis discriminante, se tiene un grupo de 11 países que son los que se beneficiaron menos a la izquierda, y luego el resto, y hay una diferencia importante: el primer grupo mejoró un 25% y el otro un 45% en promedio.

**Cuadro 2. Análisis de comportamiento global:  
Dos grupos de baja y alta ganancia**

Small drop (11)		Large drop (24)		
Belize	-2.06	Hungary	-36.17	Philippines
Ecuador	-14.61	Peru	-35.55	Chile
Lebanon	-21.21	Tunisia	-36.74	Turkey
Venezuela	-25.36	Georgia	-38.03	China
Dominican Republic	-29.30	Poland	-39.09	Vietnam
South Africa	-30.52	Egypt	-40.35	Malaysia
Jamaica	-30.64	Brazil	-40.36	Sri Lanka
Ghana	-30.88	Panama	-40.59	Kazakhstan
Argentina	-31.49	Colombia	-40.83	Russia
El Salvador	-32.51	Uruguay	-41.04	Mexico
Bulgaria	-32.52	Serbia	-41.88	Indonesia
		Pakistan	-42.25	Ukraine
<b>Average</b>	<b>-25.55</b>	<b>Average</b>		<b>-43.64</b>

Fuente: IDB

Cabría ver si se puede correlacionar esta diferencia importante en estos grupos con alguna clase de expectativa de que por lo menos potencialmente hubieran podido acceder a esos nuevos programas.

Entonces, tratamos de pensar cuáles son los grupos de países que tendrían acceso potencial a swaps con el FED o este nuevo programa del FMI. Y lo que hicimos fue tomar lo que sabemos, por ejemplo, en el caso de la izquierda, los países que de ninguna manera podrían tener acceso a algo, porque están en malas relaciones con el Fondo<sup>11</sup> y demás, y dijimos, pensemos que todos los países que tenían a esta altura un nivel de spread superior al mejor de los 3 que sabemos que están mal, en este caso Venezuela, no tendrían acceso a nada porque están totalmente fuera del circuito.

**Cuadro 3. Construyendo grupos según acceso extrapolando con el nivel de prima de riesgo inicial...**

Countries without access (8)		Unclassified countries (15)		Countries with access (14)
Ukraine	3569	Kazakhstan	1449	Colombia <sup>(2)</sup>
Ecuador <sup>(1)</sup>	3464	Ghana	1279	Philippines <sup>(5)</sup>
Pakistan	1922	Gabon	1200	Panama
Belize	1695	Dom. Republic	1181	Hungary
Georgia	1880	Iraq	1173	Mexico <sup>(4)</sup>
Sri Lanka	1778	Jamaica	1051	Brazil <sup>(3)</sup>
Argentina <sup>(1)</sup>	1772	Serbia	948	South Africa
Venezuela <sup>(1)</sup>	1652	Indonesia <sup>(5)</sup>	822	Tunisia
		Russia	732	Peru
		Vietnam <sup>(5)</sup>	688	Chile
		El Salvador	686	Malaysia <sup>(5)</sup>
		Lebanon	613	Poland <sup>(2)</sup>
		Uruguay	597	Egypt
		Turkey	583	China <sup>(5)</sup>
		Bulgaria	575	

Referencias: (1) No Access. (2) FCL. (3) FED Swaps. (4) Both. (5) Chiang Mai Initiative.

Fuente: IDB.

Y del mismo modo, hay países que tuvieron acceso a estos programas generosos, como Colombia, México, Brasil, Polonia. Pensemos que

<sup>11</sup> Ecuador, Argentina y Venezuela.

Colombia es el peor de ellos, medido por la prima de riesgo que tenía. Pensemos que todos los que están mejor que Colombia potencialmente hubieran tenido esta clase de ayuda, Chile, Perú. Queda un grupo en el medio de países no clasificados, por ahí está Uruguay, la parte más positiva. Pero dejémoslo así, simplemente con los que sabemos que tenían acceso seguramente y los que sabemos que no tenían acceso de ninguna manera. En todo caso ampliado con cierto análisis que ahora no tengo tiempo de elaborar de otros países que por otros motivos se sabe que no hubieran tenido acceso.

**Cuadro 4. ... complementado con el análisis de elegibilidad del FCL de Barclay (Hungría, Rusia, Turquía sin acceso...)**

Most recent IMF Article IV Consultation	Country	FCL Score (1-5)	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Feb-09	Mexico	3.8	3	3	5	4	4	4	4	5	2
Aug-08	Brazil	3.5	3	3	5	4	4	4	3	3	2
Oct-08	South Africa	3.4	3	3	4	2	2	4	5	5	3
Nov-08	Czech Republic	3.4	4	4	4	4	3	5	2	2	3
Feb-09	Peru	3.3	3	3	3	3	4	4	4	4	2
Jan-09	Colombia	3.2	4	3	3	4	3	3	4	3	2
Apr-08	Poland	3.1	3	3	4	3	3	3	3	4	2
Sep-08	Hungary	2.7	I	2	4	3	4	2	2	3	3
Sep-08	Russia	2.7	4	3	2	4	2	I	4	3	I
Aug-08	Turkey	2.3	I	2	4	2	3	2	2	3	2
Relevant Criteria for the Purposes of Assessing Qualification:											
1 Sustainable External Position											
2 Capital Account position dominated by private flows											
3 A track record of steady sovereign access to international capital markets at favorable terms											
4 A reserve position that is relatively comfortable when the FCL is requested on a precautionary basis											
5 Sound public finances, including a sustainable public debt position											
6 Low and stable inflation, in the context of a sound monetary and exchange rate policy											
7 The absence of bank solvency problems that pose an immediate threat of a systemic banking crisis											
8 Effective financial sector supervision											
9 Data transparency and Integrity											

Fuente: IDB

**Cuadro 5 – ... obtenemos tres grupos de acceso.**

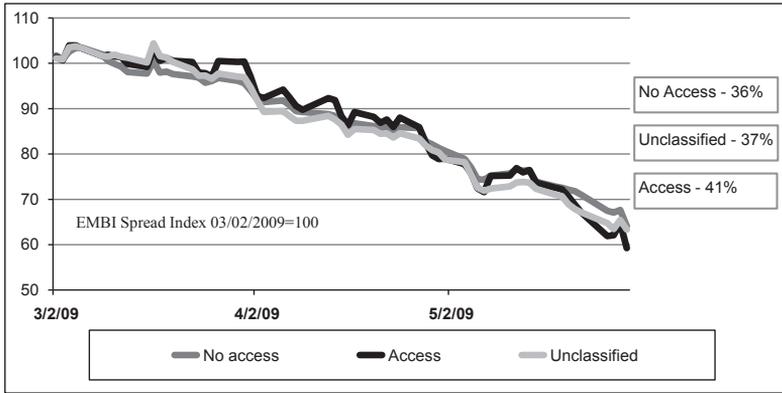
<b>Countries without access (11)</b>	<b>Unclassified countries (11)</b>	<b>Countries with access(13)</b>
Ukraine	Kazakhstan	Colombia <sup>(2)</sup>
Ecuador <sup>(1)</sup>	Ghana	Philippines <sup>(5)</sup>
Pakistan	Dom. Republic	Panama
Belize	Jamaica	<del>Hungary</del>
Georgia	Serbia	Mexico <sup>(4)</sup>
Sri Lanka	Indonesia <sup>(5)</sup>	Brazil <sup>(3)</sup>
Argentina <sup>(1)</sup>	<del>Russia</del>	South Africa
Venezuela <sup>(1)</sup>	Vietnam <sup>(5)</sup>	Tunisia
Hungary	El Salvador	Peru
Russia	Lebanon	Chile
Turkey	Uruguay	Malaysia <sup>(5)</sup>
	<del>Turkey</del>	Poland <sup>(2)</sup>
	Bulgaria	Egypt
		China <sup>(5)</sup>

Referencias: (1) No Access. (2) FCL. (3) FED Swaps. (4) Both. (5) Chiang Mai Initiative.

Fuente: IDB.

Uno puede elaborar estos grupos pensando en el acceso que podrían tener y la pregunta es cómo se correlaciona esto con lo que sabemos que ocurrió, con la mejora en su prima de riesgo, y lo que vemos es que en realidad la correlación es nula, acá está la evolución de las primas de riesgo para estos tres grupos, los que no tenían acceso, los que tendrían, y los del medio que no sabemos, todos tienen la misma evolución.

**Gráfica 5. ... todos ellos con un comportamiento similar alrededor del shock de Londres...**



Fuente: IDB

**Cuadro 6 - ... y con una correlación muy débil con los grupos de comportamiento.**

Low Gain Cluster (11)	No Access Cluster (11)
Argentina	Argentina
Belize	Belize
Bulgaria	Ecuador
Dominican Republic	Georgia
Ecuador	Hungary
El Salvador	Pakistan
Ghana	Russia
Jamaica	Sri Lanka
Lebanon	Turkey
South Africa	Ukraine
Venezuela	Venezuela

Expected matches if unrelated = 3.55  
 Correlation = 0.14

Fuente: IDB

Y en realidad, si uno trata de hablar de otras correlaciones es la misma historia. Lo que quiero decir con esto es que no debemos engañarnos de que la mejora sustancial y muy rápida que hubo en esta crisis se debe a mecanismos e instituciones que se hayan creado. En realidad eso

no existe. El secreto está en otro lado. Seguramente el secreto estaba en que rápidamente los países en el G20 coordinaban en forma efectiva para resolver esta crisis. Pero eso no está establecido en ningún lado, no hay instituciones que lo garanticen, y en todo caso la pregunta sería si en la próxima crisis que afecte a los emergentes pero no a los países avanzados se habrá de dar esta conjunción feliz de circunstancias. Probablemente no. En ese caso volveremos al pasado porque no hay nada de lo que se ha creado que sirva demasiado.

¿Qué prestamista de última instancia necesitamos? Algo importante es que no cualquier institución es mejor que la simple autoprotección con reservas, de manera que hay que ver qué es lo que realmente se necesita. Por ejemplo, un pool de reservas, aunque sea en muchos países, para el caso de una crisis global realmente no sería demasiada mejora, hay poco margen para la diversificación del riesgo, porque la crisis global les toca a todos. Y si se tratara de un pool de reservas, estas reservas de todas maneras ahora en un pool tienen un costo de acarreo. El costo de acarreo lo tienen que pagar los países beneficiados, es más o menos como tener las reservas individuales. No es esta la clase de mecanismo que realmente se necesita, sino lo que se necesita es un mecanismo semejante a lo que quizá podría proveer el Fondo que tiene acuerdos con bancos centrales de los países que emiten moneda de reserva para poder acceder en el momento que se necesite a la liquidez, pero sin estar pagando el costo de acarreo de mantener eso en reserva para el día que se necesite. Un acuerdo de este tipo con bancos centrales tendría además la ventaja de un acceso potencialmente a las cantidades que sean suficientes para atender a las necesidades de liquidez que hay en la crisis, en contraposición al monto necesariamente finito de reservas que un país puede tener.

La pregunta naturalmente es, como comentaba antes, si los países emisores en última instancia estarán dispuestos a proveer la liquidez del resto del mundo en caso de una crisis sistémica si ellos no están involucrados. Nuestra idea está basada en un trabajo que estamos haciendo con Eduardo Levy Yeyati: un modelo que es natural es pensar en el prestamista de última instancia a nivel local, para lo cual hay una doctrina muy conocida, y menciona algunas características que serían replicables en el contexto internacional:

- Debe existir certeza para empezar que este mecanismo existe para que sirva como mecanismo de prevención, si no es cierto,

no sirve para prevenir porque no hay confianza de que esté presente cuando se lo necesite.

- Tiene que ser suficientemente poderoso como para realmente estar seguros que cubra el faltante de liquidez
- Tiene que ser expeditivo; el prestamista de última instancia que no actúa en forma inmediata llega tarde porque sabemos que hay daños irreversibles que se producen tanto en el sector financiero como en el sector real y
- Debe también tener una estrategia de salida en el sentido de que es fácil confundir o fácil que las cosas se desarrollen de modo que los problemas de liquidez se transformen en problemas de solvencia y es importante poder con el cambio de diagnóstico cambiar de tratamiento. Esto se podría replicar a nivel internacional.

Pero hay algunas características distintivas a nivel internacional al tratarse con países soberanos a los cuales se les debe buscar la vuelta. Sabemos a los cuales se les debe buscar la vuelta. Por un lado, como sabemos, en el contexto doméstico, la institución en cuestión entregaría colateral a cambio de liquidez. Eso realmente no funciona a nivel internacional con un soberano, porque en su lugar debería haber seguridades financieras suficientes de que el país podría repagar la liquidez que se le presta, del mismo modo no hay lugar para que haya una regulación superficial ni demás, todas esas condiciones que uno quiere establecer a través de la regulación, deben ser sustituidas en el caso de un mecanismo internacional para países con ciertos criterios de elegibilidad de los países, con ciertas condiciones lo más objetivas posible, que se planteen en forma previa. Y aparte, hay que darles a los países suficientes incentivos para participar porque naturalmente no hay un marco legal obligatorio para que formen parte del sistema. Y precisamente para lograr estas características distintivas hace falta la implementación de algunas ideas que hoy en día no están en la mesa.

En primer lugar es muy claro que el Fondo Monetario lo ha intentado muchas veces y sigue ahora con sus programas. Es difícil convencer a los países de que soliciten admisión a esta clase de programas. Hay un caso estigmático, aparentemente, en pedirle nada al Fondo Monetario muchas veces, pero en particular, pedirle acceso a un programa de ayuda que se

va a usar en el caso de una emergencia. Uno podría pensar que esto es una mala señal, quizá este argumento ya no lo es tanto, porque realmente ahora se ha puesto en práctica un programa nuevo del Fondo Monetario y si bien yo argumenté que no ha sido extraordinariamente exitoso, ciertamente tampoco ha sido malo; los mercados no lo han penalizado, pero de todas maneras subsiste el tema del estigma político de manera de que me da la impresión de que para estar seguro de que haya una red financiera de seguridad, comprensiva, global, no hay otra manera que el hecho de precalificar a los países en forma unilateral, ese gesto es el único modo de evitar la desventaja de ser el primero, digámoslo así, en pedir ayuda al banco. De manera que estamos proponiendo la precalificación unilateral de los países a estos programas, que sea gratis para los países como manera de asegurar una protección generalizada.

El Fondo Monetario calificaría a los países en el contexto de su artículo cuarto en forma rutinaria, en base a estándares que sean claros, y para el caso del programa serían estándares realmente súper mínimos, porque en el caso de una crisis de liquidez sistémica, que es lo que este programa atiende, existe toda la presunción, digámoslo así, de que siendo un problema exógeno y de liquidez etc., de que no hay un problema individual de los países, y en este esquema el Fondo Monetario estaría calificando, estaría supervisando, en fin monitoreando, hipotéticamente tocaría descalificar países también en el tiempo y quizá transferirlos a otros programas si hubiera o si aparecieran problemas de solvencia y en este contexto estamos planteando que sería importante la participación de instituciones regionales para asegurar un cierto equilibrio *checks-and-balances*, como se le llama, en la aplicación de estos criterios de calificación.

El otro aspecto importante es que la activación de este mecanismo de liquidez y de su desembolso deben ser automáticos; este es otro de los problemas que sistemáticamente han existido con estos programas en el Fondo. Siendo un caso de crisis sistémica de liquidez, lo que se está planteando es que haya una verificación automática de la contingencia de esta clase de crisis, por ejemplo, un incremento generalizado en el EMBI o alguna clase de estándar objetivo que no esté sujeto a la aprobación del Directorio del Fondo; esta es la única manera de darle certeza a este mecanismo, como decía, una vez que se verifica este gatillo existe una gran presunción de que los países son solventes, el problema se resuelve aportando liquidez y por este motivo esto permite un estándar mínimo de calificación para pertenecer a este club que una vez que se verifica el

gatillo, el desembolso, mejor dicho, el acceso a la liquidez también sería automático sin necesidad de ninguna otra aprobación del Fondo Monetario.

Un motivo por el cual esta clase de cosas no tiene demasiada atracción es la preocupación del riesgo moral y la necesidad asociada de que haya programas de condicionalidad que son naturalmente resistidos por los países.

Yo les quisiera hacer un comentario que me parece importante. Aquí estamos hablando de un programa de préstamos de liquidez una vez que se verifica la contingencia, en contraposición a lo que sería un seguro. Un seguro sería, en este contexto, que una vez que se manifiesta la contingencia haya una transferencia a un país. Presumiblemente se pagaría una prima de seguro antes de que se manifieste la contingencia. Un seguro naturalmente plantea problemas de toda clase, en este caso, insisto, se trata de una crisis sistémica, pero de todas maneras plantearía problemas de *moral hazard*, en principio.

Es distinto en el caso de un préstamo ex-post, como se está planteado aquí. En efecto, si hay seguridades financieras de repago un préstamo ex-post, en principio no da lugar a problemas de riesgo moral en el sentido de que el país pueda abusarlo; en efecto, si el país ha de repagar el préstamo, el país efectivamente está internalizando todas las restricciones no hay lugar para el abuso, porque el país de todas maneras tiene que repagar. De manera que, y por ese mismo motivo, tampoco habría lugar a condicionalidad para controlar esta clase de riesgo moral del país. Puede haber riesgo moral, de todas maneras, porque esto podría ser abusado por el sector financiero local, pero eso es un problema que los países pueden atender a través de su propia regulación, en todo caso éste es un problema que también existe para el prestamista doméstico en última instancia.

Lo que quiero decir con esto es que es un problema regulatorio dentro del país, pero no es un problema de abuso del soberano como normalmente se lo plantea como argumento en contra de esta clase de red de seguridad. Naturalmente que si existiera esta red de seguridad se daría que el país llevara a cabo políticas más ambiciosas o más riesgosas, pero ese es justamente el punto de tener esta clase de mecanismos, no es necesario que el país tome políticas menos ambiciosas, digamos, precisamente ante el temor de que pueda sufrir una crisis de liquidez de manera que los riesgos adicionales que se tomen son justamente los eficientes.

Como mencionaba, tiene que haber un acuerdo con los bancos centrales claves de países emisores para poder tener acceso a la liquidez a pedido, en el caso de una crisis sistémica de esta naturaleza. El modo cómo se canaliza esta liquidez puede ser variado, no tendría que ser necesariamente a través del Fondo Monetario; el Fondo Monetario tiene el rol de la calificación del país, podría ser también el mecanismo de canalización de los fondos, como es una práctica común, pero puede ser distinto incluso. El Fondo Monetario podría a estos efectos prestarle al FLAR<sup>12</sup> para que el FLAR a su vez se encargara, o los bancos centrales emisores podrían tener su propio acuerdo con el FLAR. Desde un punto de vista financiero, una vez que está la certificación del Fondo, lo que quiero decir es que son dos funciones separadas... lo que importa es naturalmente que la liquidez llegue.

Un comentario con respecto al FLAR. Si el FLAR quisiera emular a Asia o Europa en el contexto latinoamericano, va a tener que conseguir un gran contribuyente neto al pool, como es el caso de Japón y China por ejemplo, en el caso de Chiang Mai, o es el caso de Alemania en el caso de Europa. Por ejemplo, comparemos la iniciativa del Chiang Mai con el FLAR. La primera línea se refiere a lo que yo llamo contribuyentes del Chiang Mai, que son Japón y China - creo que Corea está acá también, que es neutral -, contribuyen un montón de plata. Primera columna. Pero sus derechos de tomar prestado del pool de reservas son fraccionales, son menores a lo que contribuyen, y eso es lo que justamente le da espacio a los que son realmente los países más débiles que están en la segunda línea a que tengan unos multiplicadores, o sea que puedan acceder a tomar prestado del acuerdo por cifras bastante mayores que las que están aportando, por ejemplo, en términos de su GDP. Es interesante ver también que en el caso de Chiang Mai<sup>13</sup>, prácticamente, si uno suma todos los derechos a

---

12 Fondo Latinoamericano de Reservas de Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

13 La Iniciativa de Chiang Mai (CMI, Chiang Mai Initiative en inglés) es un acuerdo multilateral de intercambio de divisas entre los diez miembros de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN), la República Popular de China (incluyendo Hong Kong), Japón y Corea del Sur. Se basa en una reserva de divisas por valor de billar de dólares de los EEUU 120 mil millones y fue lanzado el 24 de marzo de 2010. La iniciativa comenzó como una serie de acuerdos de intercambio bilateral en una reunión anual del Banco Asiático de Desarrollo de la ASEAN más tres países, el 6 de mayo de 2000 en Chiang Mai, Tailandia. Después de la crisis financiera asiática de 1997, los países miembros la utilizan para la gestión regional de largo plazo de problemas de liquidez a corto y para facilitar la labor de otros arreglos financieros internacionales y de organizaciones como el FMI. (*Nota de redacción*). (Nota de redacción).

tomar prestados, son más o menos la suma de todas las contribuciones, o sea que aún en una crisis donde todo el mundo tome prestado, eso funciona.

**Cuadro 7 – Chiang Mai Initiative vs. FLAR.**

Comparison of Borrowing Quotas						
Group	Contribution	Multiplier	Borrowing Quota (USD bn)	Borrowing Quota (% GDP)	IMF Delinked Borrowing Quota (USD bn)	IMF Delinked Borrowing Quota (% GDP)
Chiang Mai -contributors	96.00	0.69	66.00	0.60%	13.20%	0.12%
Chiang Mai -borrowers	23.98	2.63	63.00	4.23%	12.60%	0.85%
Chiang Mai - Total	119.98	1.08	129.00	3.46%	25.80%	0.69%
FLAR	180.00	2.52	4.54	4.02%	4.54%	4.02%

Fuente: IDB

Sin embargo, en el caso del FLAR, en primer lugar son todos, no hay contribuyentes netos, el multiplicador también es amplio pero en realidad si uno suma todos los derechos de tomar prestado, estos se exceden largamente a las contribuciones de esos mismos países de manera que en el caso de crisis sistémicas, el problema de parte es bastante más chico. De todas maneras, es interesante que en el caso de Chiang Mai, si bien es mucho más grande, para tomar prestado de allí se requiere un programa con el Fondo basado en un cierto límite, o sea que hay lugar para todo tipo de variaciones, pero lo que comento es que para que el FLAR pueda tener esta clase de ambiciones debería pensar en cómo hacer para convencer a la Reserva Federal para que entre jugando el papel de Japón y China.

Finalmente, en este momento el Fondo Monetario ha hecho algunos cambios, yo pienso que marginales, al programa FCL, y ha creado otro programa, el PCL que es más laxo pero tiene cierta condicionalidad y se aplica para países un poco más débiles. El punto es que en ninguno de estos programas, ni el más selectivo ni el más débil, están realmente diseñados para una crisis de liquidez sistémica y por este mismo motivo son por su naturaleza programas selectivos que solamente pueden abarcar algunos países selectos, porque estos países tienen unos derechos muy grandes de

acceso; por este mismo motivo también está sujeto todo a la aprobación del Directorio, entonces esto no funciona como un mecanismo global para una crisis sistémica.

El Fondo va a estudiar lo que se llama GSM - *Global stable mechanism* -, esto sí estaría diseñado para crisis de este tipo pero de nuevo lo que se está planteando ahora es bastante modesto; se piensa que para ciertos países sistémicos, todo parece indicar que serían Brasil y Méjico, en nuestro caso, podría haber una precalificación unilateral a un programa, pero solamente para estos países, para países que estuvieran en el club del TCL. Habría una línea de liquidez de corto plazo, pero como digo, esto es algo selectivo y justamente los problemas por no haber precalificación, debe haber aprobación del Directorio caso por caso, excepto quizá para los países sistémicos.

Esto va a ser una mejora, pueden encontrarlo marginal, solamente para algunos países, no hay activación automática, esto es otro de los problemas por lo cual esto siempre está trabado. En general no está diseñado para proveer una protección generalizada a países que sean solventes pero que no tengan liquidez por un motivo sistémico; en general por un temor, que yo pienso que es infundado, al riesgo moral.

De manera que hay una necesidad imperiosa de hacer, se ha avanzado pero poco. La próxima crisis no nos va a encontrar en alguna manera en un punto demasiado distinto, y éste sería el momento, me parece a mí, de impulsar estas ideas para poner por fin una red de seguridad que no tenga tantos agujeros.

## RONDA DE PREGUNTAS Y RESPUESTAS

Pregunta: Las políticas macroprudenciales para el sector financiero se han enfocado en el sector bancario, principalmente. ¿Qué sucede con el sector financiero? En lo bancario, ¿qué más se propone además del requisito del capital para esas empresas?

F: Es cierto que se han revisado los coeficientes de capital para distintos productos pero no se ha pensado en el *shadow banking* como tal, con lo cual esto nos lleva a otra pregunta asociada y es ¿Cómo podemos pensar en la innovación financiera? Que por una parte tiene un aspecto muy positivo en el desarrollo de nuevos proyectos, en la financiación de nuevas tecnologías, etc. Pero por otra parte nos deja en un área gris de la regulación financiera...que se haga precisamente entre lo que es el área bancaria y el área financiera. En Estados Unidos la idea ha sido, pues claro decir que la FED ahora tendrá prerrogativas para regular las entidades que son sistémicas y que no son bancarias. Pero ¿qué ocurre cuando estamos hablando de todos estos fondos estructurados que hacen que los bancos puedan, de alguna forma, vender sus riesgos de vencimiento, poniéndose a estos fondos en situación de *majority mismatch*, y si todo va mal, desentendiéndose de estos fondos? Ahí no ha habido mucha regulación, y de alguna forma lo que se espera es que haya una buena percepción por parte de los inversores pero en la última crisis, esta percepción del riesgo no era...no estaba ahí.