

ANÁLISIS COMPARADO SOBRE LA CRISIS Y LOS RESCATES FINANCIEROS DE MÉXICO (1995) Y LOS ESTADOS UNIDOS (2008)*

*Grupo de trabajo convocado por el
Centro de Estudios Espinosa Yglesias*

RESUMEN

La frecuencia de las crisis financieras en decenios recientes hace imperativo profundizar en su estudio, en particular en los puntos en común entre ellas, para inferir lecciones que puedan ser utilizadas por autoridades financieras, reguladores y por los propios participantes en un sistema financiero. Las causas de la crisis y la efectividad (o ineffectividad) de la respuesta por parte de los gobiernos son aspectos esenciales por estudiar para determinar lecciones y recomendaciones. México y los Estados Unidos, además de compartir frontera y de sostener fuertes lazos económicos, sociales y culturales, han enfrentado en la historia reciente grandes crisis financieras que —a reserva de las diferencias de tiempo y del grado de refinación de sus respectivos mercados financieros— coinciden en muchos aspectos. El Centro de Estudios Espinosa Yglesias (CEEY) ha reunido a un grupo de expertos en sistemas financieros y finanzas públicas para debatir el origen de dichas crisis financieras y la viabilidad de anticiparlas. Esto es en particular relevante porque enfrentamos un entorno en que los avances tecnológicos y la innovación financiera implican

* *Palabras clave:* política monetaria, política macroeconómica, reglas *vs* discrecionalidad, liberación, contagio financiero. *Clasificación JEL:* E52, E6, F3, G1. Informe del foro de discusión y análisis realizado el 10 de junio del año 2009, en la ciudad de México, con la participación de Carlos Bazdresch Parada, Ariel Buira, Guillermo Calvo, Everardo Elizondo Almaguer, Gerardo Esquivel Hernández, Eduardo Fernández, Fausto Hernández Trillo, Aristóbulo de Juan, Claudio M. Loser, Carmen M. Reinhart, Liliana Rojas Suárez, Jesús Silva Herzog Flores, Sidney Weintraub y John Williamson.

riesgos, debido a que muchas veces van un paso adelante de los reguladores y los supervisores financieros. Asimismo, se analiza las respuestas de las respectivas autoridades a las crisis, su efectividad y las opciones que podrían haberse aplicado. Finalmente, es de interés para el CEEY encontrar mecanismos que minimicen el riesgo de las crisis financieras y el costo de los rescates que les suceden.

ABSTRACT

The frequency of financial crises over recent decades makes an in-depth study of the phenomenon imperative. This should involve particular attention to those points the different crises have in common, so as to draw lessons that can be used by financial authorities, regulators and the actual participants in the financial system. The causes of the crisis and the efficacy (or inefficacy) of response by governments are essential aspects that must be studied in order to determine the lessons to be drawn and recommendations to be made. Besides their shared border and their strong economic, social and cultural links, Mexico and the United States have also in recent times faced deep financial crises which —leaving aside the different historical moments and varying degrees of sophistication of their respective financial markets— have much in common. The Centro de Estudios Espinosa Yglesias (CEEY) brought together a group of experts in financial systems and public finance to debate the origin of the above-mentioned financial crises and the viability of means for anticipating them. This is particularly important since the environment in which we now find ourselves is one where technical advances and financial innovations are themselves a source of risk; this is because the speed of development often outstrips the capacity of regulators and financial supervisors to keep abreast of them. The experts also analyzed the responses of the respective authorities to the two crises, their effectiveness and alternative strategies that might have been applied. Finally, it was of interest to the CEEY to find mechanisms that might minimize the risk of financial crises and reduce the cost of the rescue programs that ensue upon them.

INTRODUCCIÓN

El documento está dividido en tres secciones: las causas de las crisis financieras, las opciones de política y el análisis de las medidas adoptadas para enfrentarlas, el análisis comparado de los rescates financieros en el contexto de las crisis. Finalmente, se presenta una serie de recomendaciones y consideraciones.

I. LAS CAUSAS DE LAS CRISIS FINANCIERAS

En esta sección se presenta el panorama de cómo se gestaron las crisis financieras en México (1995) y los Estados Unidos (2008), destacando en primer lugar los aspectos macroeconómicos y describiendo a continuación las particularidades de los respectivos sistemas financieros. El análisis de ambas crisis permitirá la identificación de similitudes que pueden ser aplicables para otros países en el futuro.

1. *Desintermediación financiera y movilidad del capital*

Durante los pasados tres decenios las crisis financieras han ocurrido con una mayor frecuencia. Entre los detonantes macroeconómicos destacan la expansión crediticia excesiva, la liberación financiera, las reversiones bruscas de los flujos de capital, el alto endeudamiento público, los estallidos inflacionarios y los movimientos cambiarios abruptos.¹ En muchas ocasiones, estos elementos han provocado grandes alzas en las tasas de interés. Numerosos países en Asia, la América Latina y Europa se han visto severamente afectados por ellas. En particular, las crisis del último decenio del siglo XX en varias economías latinoamericanas (México, Argentina, Brasil y Venezuela) y asiáticas (Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Hong Kong, Filipinas y Malasia) han resultado particularmente virulentas.

La transformación de la actividad bancaria ha ocurrido al mismo tiempo que el desarrollo extraordinario de otras empresas financieras y no financieras, las cuales han venido ofreciendo servicios de tipo bancario y formando “bancos que no son bancos” (*non-bank banks*). La desregulación inadecuada interna y la globalización financiera han causado una mayor competencia en el sistema, en buena parte debido a los intermediarios no bancarios (que no están sujetos a las mismas normas de capitalización y titularización) que, al producirse el arbitraje regulatorio, requieren menor capitalización. Estos factores llevan a la disminución de las operaciones tradicionales que integran los saldos de los bancos, recortes de costos y la consolidación de las

¹ Después de hacer un análisis sistemático del desempeño de distintas economías Prasad *et al* concluyen que, además de que no es posible establecer una relación causal sólida entre el grado de integración financiera y el desempeño económico, existe evidencia de que la globalización financiera ha provocado mayor volatilidad (en el consumo) en algunos países. Estar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayhan Kose, “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, IMF Occasional Paper 220, Washington, 2003.

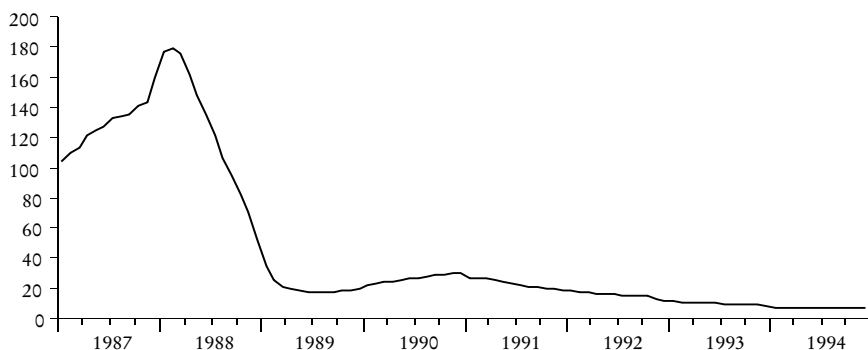
operaciones financieras mayoristas, así como a la expansión de las actividades bancarias que no figuran en sus balanzas.

2. *La crisis mexicana (1995)*

Las explicaciones de una crisis del sistema financiero se buscan fundamentalmente en dos ámbitos: el entorno macroeconómico y las debilidades del propio sistema. En general ambos tienen relevancia, pero por lo común es alguno de ellos el que tiene mayor importancia. En el caso de la crisis bancaria sufrida por México a mediados del decenio pasado, tanto el peso de los factores macroeconómicos como la debilidad del propio sistema bancario fueron determinantes como desencadenantes de la crisis,² si bien los factores derivados del marco regulatorio y de la mala supervisión desempeñaron un papel importante en su gestación.

a) *El entorno macroeconómico.* El proceso que culminó con la crisis de diciembre de 1994 fue complejo y tuvo una amplia gama de elementos. En diciembre de 1987 el gobierno del presidente Miguel de la Madrid inició un programa de ajuste con elementos heterodoxos con el nombre de Pacto de Solidaridad Económica (PSE). El PSE (o Pacto) estuvo sometido a una continua serie de reestructuraciones, modificaciones e incluso cambios de nombre. Con este programa se logró un significativo saneamiento de las finanzas públicas y crecimientos sostenidos de la economía; en 1988 se inicia una

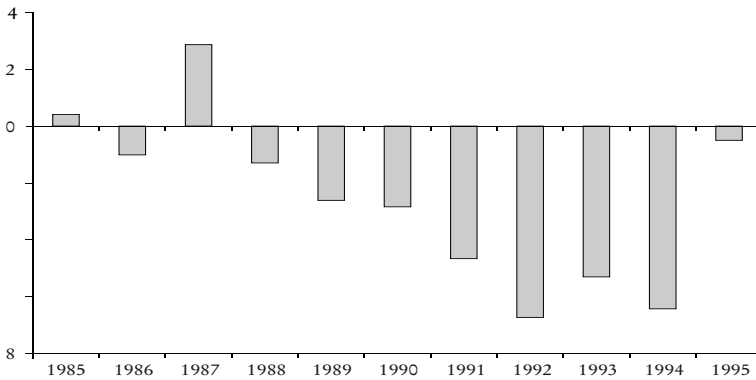
GRÁFICA 1. *Índice nacional de precios al consumidor, variación anual (1987-1994)*



FUENTE: Banco de México.

² En 1994 había programas de apoyo a la banca, como el Fiderca, y se intervinieron ese año varias instituciones como Banca Unión, Cremi, Havre y Pragma.

GRÁFICA 2. *Cuenta corriente de México como porcentaje del PIB*
(1985-1995)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook Database*, abril de 2009.

gran caída de la inflación, que se reduce de tres dígitos a uno solo en los siguientes cinco años (1993).³

Como resultado de la liberación comercial que se inició a mediados de los años ochenta el mercado exterior del país se diversificó. Después de años de negociaciones, en enero de 1994 entró en vigencia Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), con el cual se creó el mayor mercado regional en el mundo. Hasta ese año, en México hubo perspectivas de desarrollo y crecimiento sostenibles fincadas en entradas masivas de capital que superaron las estimaciones más optimistas. Durante el mismo lapso se dieron crecientes déficit en cuenta corriente, explicados como el resultado de la gran expansión del crédito interno, una mayor apertura comercial y de que el país presentaba una situación ideal para las entradas de capital.

Por otra parte, en 1994 una serie de acontecimientos políticos internos y de económicos externos habían creado un ambiente de incertidumbre que, aunado a los desequilibrios macroeconómicos causados por los topes a las tasas de interés pasivas y a la fijación del tipo de cambio, disminuyeron las reservas de divisas. Además, se trataba de un año de elecciones presidenciales que influyeron la toma de decisiones. Respecto a los primeros, destaca el levantamiento armado del Ejército Zapatista de Liberación Nacional en enero

³ De 1989 a 1994 la tasa promedio de crecimiento anual del PIB fue de 3.9%, con un máximo de crecimiento de 5.1% en 1990 y un mínimo de 2% en 1993 (tasa de crecimiento anual del PIB a precios constantes de 1993). Banco de México (<http://www.banxico.org.mx/polmoneinflacion/estadisticas/produccion/Produccion.html>) (14/09/2009).

y el asesinato del candidato presidencial, Luis Donaldo Colosio, en el mes de marzo. Las reservas internacionales del Banco de México descendieron de 28 321 millones de dólares el día de la muerte del candidato presidencial del PRI a 17 536 millones un mes después, y la tasa de interés interbancaria (TIIP) aumentó de 10.9 a 21.1%. En lo que se refiere a los segundos, el uso del tipo de cambio como ancla antiinflacionaria produjo una apreciación creciente del peso que estimuló la adquisición de dólares o valores denominados en dólares. Las autoridades financieras permitieron y alentaron una conversión masiva de Certificados de la Tesorería o Cetes (denominados y pagaderos en pesos) a Tesobonos (denominados en dólares y pagaderos en pesos por su equivalente al tipo de cambio libre) para hacer frente a la incertidumbre cambiaria y compensar por la caída en las reservas internacionales.⁴ Así, en los meses siguientes buena parte de la deuda interna pasó a estar denominada en dólares (véase gráfica 3). Además, la Reserva Federal de los Estados Unidos aumentó entre febrero y diciembre la tasa objetivo de 3 a 5.5%. Este incremento provocó que la adquisición de acciones por sociedades de inversión abiertas y de alto riesgo cayera.⁵

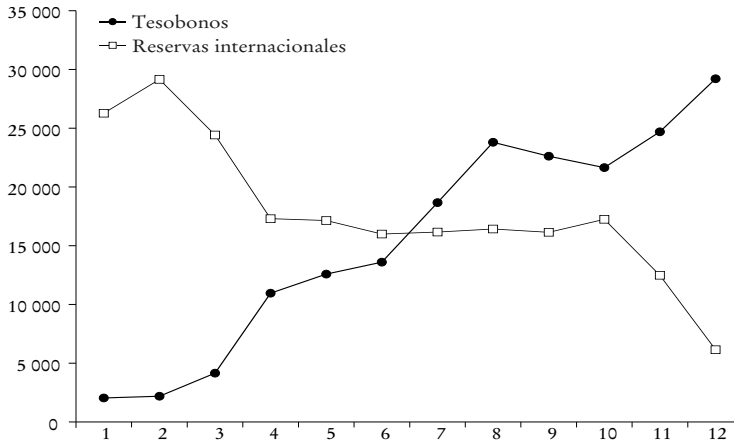
A pesar de la evidencia de crecientes desequilibrios macroeconómicos (déficit en cuenta corriente de 6.4% en 1994; véase gráfica 2), la negativa del gobierno para depreciar el tipo de cambio y la política económica anunciada para 1995 no los tomaba en cuenta. Se preveía un déficit en cuenta corriente de 25 mil millones de dólares, mucho mayor que el de 1994, una inflación a la baja y un crecimiento superior al de 1994. Estas proyecciones carecieron de credibilidad y no fueron tranquilizadoras para la comunidad financiera internacional. Al no ser modificadas por el gobierno entrante de Ernesto

⁴ En 1981 ya se había utilizado un instrumento semejante a los Tesobonos, los llamados mexdólares, que tenían la misma finalidad. Cetes: el 28 de noviembre de 1977 se publicó en el *Diario Oficial de la Federación* el decreto por el cual la Secretaría de Hacienda y Crédito Público quedaba autorizada para emitir títulos de crédito al portador denominados en moneda nacional. Los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes) son colocados por el Banco de México y quedan a cargo del gobierno federal (véase sumario del *Diario Oficial de la Federación* en http://dof.gob.mx/nota_to_imagen_fs.php?cod_diario=200786&pagina=1&seccion=0) (20/08/2009). Tesobonos: el 28 de junio de 1989 se publicó en el *Diario Oficial de la Federación* el decreto por el cual la Secretaría de Hacienda y Crédito Público quedaba autorizada para emitir títulos de crédito denominados en moneda extranjera y pagaderos en moneda nacional al tipo de cambio libre. Los Bonos de la Tesorería de la Federación (Tesobonos) eran colocados por el Banco de México entre el gran público inversionista y quedaban a cargo del gobierno federal (véase sumario del *Diario Oficial de la Federación* en http://dof.gob.mx/nota_to_imagen_fs.php?cod_diario=207434&pagina=4&seccion=0) (20/08/2009). De alguna manera los Tesobonos eran semejantes a los llamados mexdólares que hicieron crisis en agosto de 1982.

⁵ El Federal Open Market Committee de la Fed aumentó la tasa de fondos federales en seis ocasiones entre el 4 de febrero y el 15 de noviembre de 1994 (<http://www.the-privateer.com/rates.html#fomc>) (04/11/2009).

GRÁFICA 3. *Evolución de las reservas internacionales y la deuda en Tesobonos en 1991*

(Millones de dólares)



FUENTE: Con base en datos del Banco de México.

Zedillo en diciembre de 1994, provocaron mayor incertidumbre entre los inversionistas y la fuga de capitales se aceleró durante las primeras semanas del nuevo gobierno. El 19 de diciembre las reservas internacionales cayeron a 10 457 millones de dólares, es decir, habían sufrido una disminución de 60% en menos de nueve meses y prácticamente se encontraban en el monto que se consideraba como el mínimo aceptable.⁶ Esto indujo al nuevo Secretario de Hacienda a declarar ante los representantes del sector privado y laboral en el Pacto que era necesario ampliar la banda del deslizamiento cambiario (al día siguiente el techo de la banda de flotación del peso frente al dólar se incrementó 15.3%).⁷ Esta acción provocó tal incertidumbre que se dio una nueva fuga masiva de capitales⁸ y, dos días después, con las reservas

⁶ De acuerdo con Pedro Aspe, el Gobernador del Banco de México, Miguel Mancera, consideraba que el mínimo aceptable de reservas internacionales era de 10 mil millones de dólares. Pedro Aspe, "Las razones de la política cambiaria", *El Norte*, 14 de julio de 1995, p. 4A.

⁷ Desde fines de 1991 se adoptó un régimen cambiario con un esquema de bandas en el cual el techo se deslizaría de acuerdo a la meta de inflación establecida en el Pacto. De noviembre de 1991 a octubre de 1992 el deslizamiento diario se estableció en 20 centavos de los viejos pesos (2.4% de devaluación anual). De octubre de 1992 hasta el 19 de diciembre de 1994 el deslizamiento diario se estableció en 40 centavos (4.6% de devaluación anual). Sin embargo, como muestra Turrent Díaz, en los hechos las autoridades no permitieron que el precio del dólar fluctuara de manera libre dentro de las bandas (véase Eduardo Turrent Díaz, "México: La política cambiaria y sus opciones. Visión Histórica", en Pascual García Alba, Lucino Gutiérrez y Gabriela Torres (coords.), *El nuevo milenio mexicano*, tomo II, UAM-Azcapotzalco y Editorial EON, México, 2004).

⁸ La Comisión de Cambios es hasta el día de hoy la que determina la política cambiaria. Está formada

internacionales en un monto inferior a los 6 mil millones de dólares, no hubo más opción que dejar al peso en libre flotación.⁹

Después del fracaso en el intento de controlar el ritmo de devaluación y al dejar al peso en libre flotación, se alcanzó una depreciación de casi 100% al inicio de 1995. Esto, junto con el aumento de las tasas de interés, generó un desequilibrio cambiario y crediticio en las operaciones de los bancos y las grandes empresas, con el resultado de un aumento muy importante en el monto de los pasivos de corto plazo en moneda extranjera. La estimación de las pérdidas de los bancos fue de 25 mil millones de dólares. Su operación fue haciéndose cada día más costosa, pues el costo de la refinanciación de sus posiciones en el mercado interbancario aumentó y la sobretasa pagada por sus pasivos en moneda extranjera llegó incluso a los mil puntos base. Como resultado, el acceso al crédito externo de los bancos se restringió severamente y el Banco de México fue obligado a intervenir con apoyos financieros del exterior para evitar la suspensión de pagos.

El condicionamiento que tuvo la política monetaria ante la comisión cambiaria durante 1994 fue justificado por las autoridades del banco central con la consideración de que los problemas que se experimentaron durante ese año eran de carácter transitorio y de origen exógeno. Por ello concluyeron que su desempeño había sido el adecuado antes, durante y después del 19 de diciembre. Sin embargo, en el diagnóstico de las autoridades no se consideraban elementos como la sobrevaluación del peso (y la percepción de sobrevaluación por parte de agentes económicos nacionales y extranjeros), la aguda subcapitalización de la banca y el crecimiento excesivo del crédito (se eliminó el depósito obligatorio y el coeficiente de liquidez), que provocó el gran aumento del consumo y el exceso de demanda que se acumulaba en la economía.

Parte del exceso de demanda se explica por la política fiscal y crediticia. En 1994 el gobierno modificó la definición de déficit fiscal, excluyendo la intermediación financiera, es decir, las actividades de la banca de desarrollo. En ese mismo año se dio un crecimiento importante de dicha actividad, con

por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y de la Junta de Gobierno del Banco de México, en la que la SHCP tiene voto de calidad en caso de discrepancias.

⁹ El tipo de cambio pasó de 3.4606 nuevos pesos por dólar el 19 de diciembre a 4.94 el último día del año, alcanzando un máximo de 5.7625 el día 29 de diciembre. Se refiere al tipo de cambio para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera. Datos tomados de las estadísticas oficiales del Banco de México (<http://www.banxico.org.mx/PortalesEspecializados/tiposCambio/indicadores.html>) (20/08/2009).

lo cual, a pesar de que las cuentas fiscales parecían estar en equilibrio o incluso con un superávit, en los hechos existía un déficit “oculto” que estaba impulsando de manera importante a la demanda agregada.

A esta nueva opacidad informativa en materia fiscal se sumaba la existente en materia monetaria: el monto de las reservas internacionales del Banco de México era revelado sólo tres veces al año y pocos agentes económicos privados tenían la capacidad de inferir las cifras a partir de la información que se hacía pública. Aunque se puede argumentar en favor de que un gobierno oculte cierta información para alcanzar ciertos fines, lo cierto es que las dos prácticas antes descritas (déficit fiscal oculto y publicación infrecuente del monto de las reservas internacionales) se corrigieron a raíz de la crisis de 1994.¹⁰ Ya sea por errores de diagnóstico y/o por consideraciones políticas, la decisión de aumentar las obligaciones adquiridas por medio de los Tesobonos y de no devaluar a tiempo causó un efecto macroeconómico (y social) mayor. La devaluación, aunque costosa para el modelo de política económica seguido durante esos años, era inevitable.

b) *La crisis bancaria*. El origen de la crisis bancaria mexicana se remonta a las consecuencias de la nacionalización de la banca de 1982, en que los bancos dismantelaron sus dispositivos de otorgamiento de crédito comercial ordinario y se diluyeron gradualmente la capacidad y cultura de evaluación de riesgos y de recuperación de los créditos. Este proceso alcanzó a la Comisión Nacional Bancaria, cuya regulación y capacidad supervisora fue insuficiente. Junto a la banca del Estado se desarrolló una banca paralela en casas de bolsa y bancos de inversión, que a diferencia de los bancos tradicionales extiende sus actividades a una amplia gama de actividades financieras, entre las que se encuentran la colocación de valores y seguros. Por otra parte, la reforma financiera emprendida desde 1989 desapareció los “cajones de crédito”, aunque se mantenía un coeficiente de liquidez de 30%, que se des-

¹⁰ A pesar de las lecciones obtenidas de la crisis, el gobierno federal ha seguido manejando déficit ocultos por medio de la deuda para financiar los proyectos de infraestructura llamados Pidiregas. El 21 de diciembre de 1995 se reformaron la Ley de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Público Federal y la Ley General de Deuda Pública. En el artículo 18 de esta última se establece que “tratándose de obligaciones derivadas de financiamientos de proyectos de infraestructura productiva de largo plazo, referidos a actividades prioritarias y mediante los cuales las entidades adquieran bienes o servicios bajo cualquier modalidad, cuya fuente de pago sea el suficiente flujo de recursos que el mismo proyecto genere, y en los que se cuente con la previa aprobación de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en los términos del artículo 30 de la Ley de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Público Federal, sólo se considerará, para efectos de la presente Ley, como pasivo directo, a los montos de financiamiento a pagar durante el ejercicio anual corriente y el ejercicio siguiente y el resto del financiamiento se considerará como pasivo contingente hasta el pago total del mismo”.

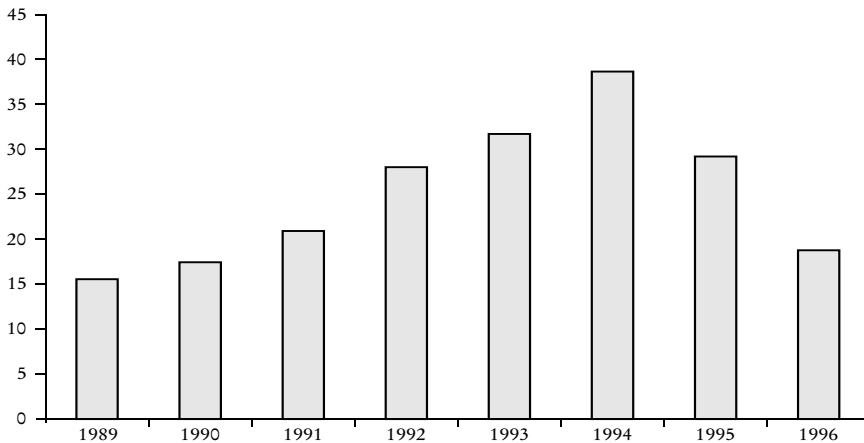
tinaba a la adquisición de títulos de públicos o a depósitos remunerados en el Banco de México. Se liberó la tasa de interés y para entonces la cartera había sufrido la pérdida de un adecuado otorgamiento del crédito, sin la supervisión adecuada.

La desincorporación o privatización de los bancos comerciales a partir de 1991 intentó aumentar la competencia, aumentar la eficiencia y engrosar los ingresos públicos. La subasta mediante la cual se pusieron en venta los bancos tomaron como base una estimación de valor que reflejaba un pronóstico optimista de la economía nacional y el potencial de la bancarización. Los grupos que estuvieron en capacidad de adquirir los bancos provinieron de la banca paralela y de algunos grupos industriales, varios de los cuales carecían de experiencia y algunos más los adquirieron con fines fraudulentos que evidenciaron tiempo después. En varios casos, los bancos se adquirieron mediante créditos cruzados a los nuevos accionistas, en ocasiones otorgados por bancos públicos, y con garantía de las acciones de los mismos bancos que estaban comprando. Estos factores llevaron a la subcapitalización de las instituciones y a que el precio de compra fuera desmesuradamente alto.

El rápido y deficiente proceso de privatización bancaria en 1991 y 1992 llevó a un dinámico reposicionamiento de los bancos y con ello a una modificación de su cartera de clientes, de sus estrategias para la administración de sus saldos y a un incremento notorio de las operaciones interbancarias como fuente de liquidez fundamental, muchas de las cuales eran en moneda extranjera. Todo ello contribuyó a aumentar los márgenes de intermediación y a acelerar el crecimiento del crédito (gráfica 4), en detrimento de la calidad de la cartera, que sufrió fuertemente.

Al ofrecer un alto precio por los bancos, incluso más allá de lo que establecían las propias evaluaciones gubernamentales, y en no pocos casos pagar con crédito otorgado por el propio sistema bancario, los nuevos banqueros enfrentaron un incentivo perverso: intentar hacer frente al servicio de las deudas adquiridas en la operación de recuperar su inversión con la mayor rapidez posible y retirar incluso dividendos. A tal fin aumentaron aceleradamente el volumen de crédito, asumiendo cada vez más altos riesgos. Ello fue favorecido por la abundancia de liquidez internacional, el auge inmobiliario y bursátil, y el Pacto que aseguraba la estabilidad del peso frente al dólar. Aunado a la falta de experiencia en el ramo, los nuevos banqueros hicieron una mala evaluación de los riesgos que corrían otorgando el crédi-

GRÁFICA 4. *Crédito interno al sector privado como porcentaje del PIB en México (1989-1996)*



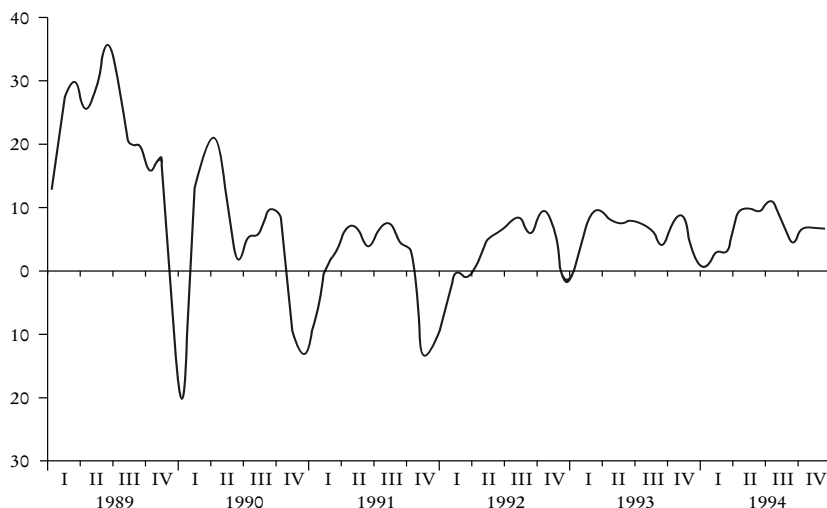
FUENTE: FMI, *World Development Database Indicators*.

to. Éste se destinó principalmente a crédito al consumo, hipotecario y tarjetas de crédito.

Debido al rápido crecimiento de las operaciones bancarias, los bancos más grandes aparecían en los primeros lugares de las clasificaciones mundiales en indicadores como el ROE y el ROA, lo cual resultaba poco verosímil. Por otra parte, su eficiencia era baja y en realidad su capital ya estaba dañado y sus resultados no reflejaban la realidad. La deficiente regulación y la falta de supervisión permitió a muchos banqueros dejar de constituir reservas, así como capitalizar los intereses de los créditos vencidos de mala calidad en lugar de registrarlos como perdidos, lo que les permitió declarar capital y resultados satisfactorios, cuando en realidad estaban entrando en la insolvencia, que para 1994 era extendida.

En resumen, la liberación del sector financiero habría incluido la eliminación de las regulaciones de las tasas de interés y colocación del crédito, la privatización acelerada de los bancos y la apertura del mercado financiero a los flujos de capital extranjero. Dichas acciones se combinaron con regulaciones laxas e inadecuada supervisión, lo que llevó a una explosión del crédito interno. Al mismo tiempo, se produjo una creciente sobrevaluación del peso frente al dólar y otras divisas, debido a la utilización del tipo de cambio como ancla de la política antiinflacionaria contenida en el Pacto. En realidad, todos los elementos anteriores a la crisis mexicana ya se habían presen-

GRÁFICA 5. *Tasas de interés real mensual anualizado (Cetes a 28 días)*
(1989-1994)^a
 (Porcentaje)



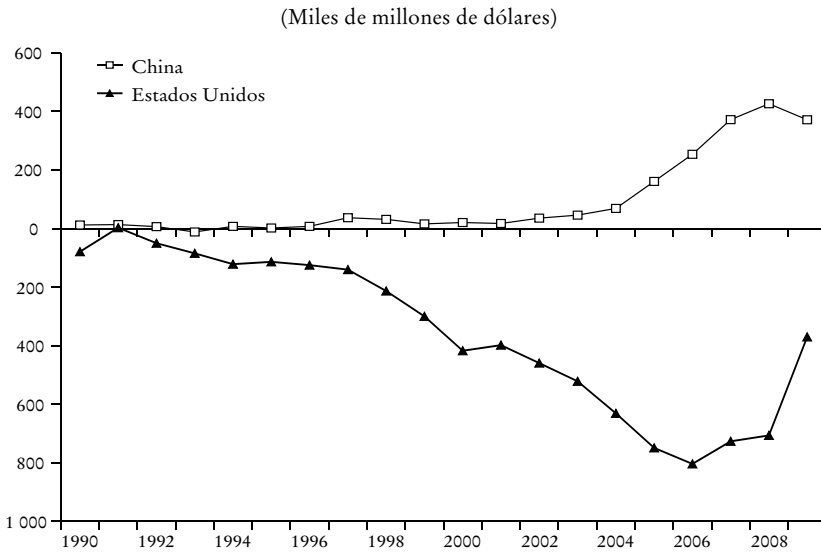
^a Con base en datos del Banco de México. Para la estimación se utilizan la tasa nominal anualizada de Cetes (28 días) semanales y la variación mensual anualizada del índice nacional de precios al consumidor. Para el cálculo de la tasa nominal mensual de Cetes se promedian las tasas nominales semanales. Para el cálculo de la tasa anualizada de la inflación mensual se aplica la fórmula $(1 + \text{inflación mensual})^{12} - 1$. Para el cálculo de la tasa de interés real se aplica la fórmula de Fisher: $IR = [(1 + IN) / (1 + \text{inflación})] - 1$, en la que IR es la tasa real de interés mensual anualizada, IN representa la tasa de interés nominal mensual anualizada y inflación denota la tasa de inflación mensual anualizada.

tado un decenio antes en Chile.¹¹ Aun antes del estallido de la crisis de 1994, debido al crecimiento excesivo del crédito, la cartera vencida de los bancos superaba en realidad su capital contable. Como consecuencia, la devaluación de diciembre de 1994 y el casi inmediato aumento de las tasas de interés llevaron a los bancos de la quiebra técnica a la quiebra plena.

3. *La crisis de los Estados Unidos (2008)*

a) *Antecedentes.* La crisis en los Estados Unidos, al contrario de las que surgieron en el decenio de los noventa en países emergentes (México, Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Rusia, Brasil), tuvo su origen dentro del país. La crisis se detonó con las llamadas hipotecas *subprime* y estalló desde el se-

¹¹ Los pormenores del caso chileno se encuentran explicados en Carlos Díaz-Alejandro, "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, núm. 19 (1-2), 1985, pp. 1-24.

GRÁFICA 6. *Desequilibrios globales: Cuenta corriente (1990-2009)*

FUENTE: FMI, *World Economic Outlook Database*, octubre de 2009.

gundo semestre de 2007, aunque sus causas son anteriores.¹² En 1998, las instituciones financieras de Wall Street popularizaron una innovación financiera denominada titularización (*securitization*) que terminó con el monopolio de los bancos en la concesión de préstamos hipotecarios para adquirir propiedades inmobiliarias. La innovación consistió en abrir el juego a todo tipo de inversionistas externos que, por medio de la Bolsa, financiaban con su dinero nuevos préstamos hipotecarios. Así, el negocio de las hipotecas dejó de ser un negocio local, centrado en torno de los bancos, para convertirse en uno global, en el que los inversionistas de casi cualquier parte reunían dinero para prestar contra *securities* o títulos respaldados por créditos hipotecarios.

En los Estados Unidos, después de la recesión de 2001, las autoridades buscaron mantener el crecimiento económico mediante la expansión crediticia para sostener el consumo.¹³ Los desequilibrios globales (gráfica 6) contribuyeron a un rápido descenso en las tasas de interés nominales y reales, lo que representó un gran incentivo al consumo, un constante aumento de pre-

¹² Estas hipotecas estaban orientadas a clientes con escasa solvencia, por lo cual tienen un riesgo de impago mayor al de los otros créditos.

¹³ El consumo en los Estados Unidos representa en promedio 70% del PIB.

cios de los bienes inmuebles y, con ello, un mayor endeudamiento. A ello es importante agregar la deducibilidad fiscal de los intereses hipotecarios, todo lo cual contribuyó a crear una burbuja inmobiliaria.

La creencia extendida de que el mercado inmobiliario estadounidense era una apuesta segura llevó a una gran parte del sistema financiero global a invertir en éste. Los inversionistas tenían la creencia de que los precios de las casas se mantendrían al alza, o que en caso contrario se podían vender y recuperar la inversión. Además, había garantías implícitas del Estado por medio de Freddie Mac y Fannie Mae.¹⁴ Entidades prestamistas hipotecarias financiadas con papeles comerciales a corto plazo, financiaron créditos de largo plazo a empresas constructoras y urbanistas. Los bancos recibían las hipotecas en garantía otorgándoles nuevos préstamos y los títulos con respaldo hipotecario en manos de la banca eran vendidos a los fondos de riesgo (*hedge funds*) y a inversionistas extranjeros.¹⁵ Las agencias calificadoras de riesgo en ese momento consideraron erróneamente que una proporción importante de las inversiones en emisiones de deuda *subprime* eran fondos de inversión libre, fondos tradicionales y fondos de pensiones y merecían una calificación excelente. A todo lo anterior debe sumarse que en 2004 la Comisión de Valores y Cambios estadounidense (Securities and Exchange Commission) otorgó a los cinco bancos de inversión más grandes del país (Goldman Sachs, J.P. Morgan Chase, Bear Stearns, Lehman Brothers y Merrill Lynch) la posibilidad de incrementar sus proporciones de apalancamiento (deuda/capital) de 12:1 a 30:1.

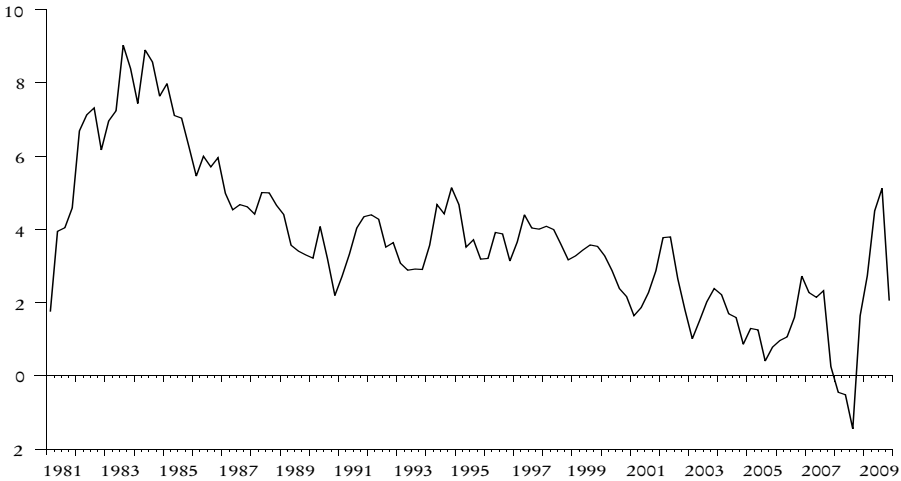
El panorama empezó a cambiar en ese mismo año, cuando la Reserva Federal subió las tasas de interés para controlar la inflación.¹⁶ De una tasa de 1% en el 2004 se pasó a una tasa superior a 5% en el 2006. Esto es, pasaron a ser positivas en términos reales, aunque con niveles relativamente bajos. A pesar de que las tasas reales de interés de largo plazo no aumentaron y que en 2005 los precios de las viviendas en algunas regiones de los Estados Uni-

¹⁴ La Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) y la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), son empresas de capital abierto, patrocinadas por el gobierno de los Estados Unidos, autorizadas para conceder y garantizar préstamos.

¹⁵ En español, los *hedge funds* se conocen como fondos de inversión libre, que significa “fondos de cobertura”, pero también tiende a utilizarse la denominación “instituciones de inversión alternativa”. Son instrumentos de inversión privados, que al estar desregulados les permite una mayor flexibilidad en el momento de decidir una estrategia. El término *hedge fund* se aplicó por primera vez a un fondo gestionado por Alfred Winslow Jones que combinaba posiciones cortas y largas en valores con el fin de realizar una cobertura de la cartera frente a los movimientos del mercado.

¹⁶ Los objetivos de la Reserva Federal de los Estados Unidos son la estabilidad de precios, un desempleo bajo y sostener el crecimiento de la economía.

GRÁFICA 7. *Tasa real de largo plazo: Estados Unidos (1981-2000)*
(Porcentaje)



FUENTE: FMI, *Stat Extracts Financial Indicator* (<http://stats.oecd.org/Index.aspx>) (26/02/2010).

dos comenzaron a caer y la burbuja inmobiliaria empezó a debilitarse, el peligro no desapareció.

La morosidad y los embargos aumentaron y no sólo en las hipotecas *subprime*. La dificultad en la evaluación de los derivados que estaban siendo introducidos fue decisiva en el desencadenamiento de la crisis: sin saber evaluar lo que se tiene en los estados de resultados y hojas de saldo no es posible discriminar entre los que son y los que no son sujetos de crédito. La crisis fue característica: cuando la situación económica es buena, los inversionistas están dispuestos a aceptar cierto riesgo. Al continuar el crecimiento económico, asumen aún más riesgo. Pero cuando comienza la desaceleración se dan cuenta de que tienen demasiado riesgo en sus carteras, momento en el cual empiezan a deshacerse de sus activos más riesgosos, iniciando así la crisis.

En 2006 la crisis inmobiliaria ya había llegado a la bolsa y el índice bursátil de la industria de la construcción cayó 40% ese año. A mediados de 2007 el mercado empezó a darse cuenta de que importantes entidades bancarias y fondos de inversión tenían comprometidos sus activos en hipotecas de alto riesgo. A pesar de que dichas hipotecas estaban respaldadas por los llamados CDO (*Collateralized Debt Obligations*), que supuestamente reducían el riesgo por medio de su diversificación, la incertidumbre en el valor de dichos activos fue aumentando durante la primera mitad de ese año.

A fines de julio dos fondos de inversión del banco Bear Stearns quebraron, pero el pánico entre los inversionistas se generalizó el 6 de agosto de 2007 cuando American Home Mortgage, el décimo banco hipotecario de los Estados Unidos, anunció que entraba en un proceso de quiebra. La empresa financiera Countrywide quedó también al borde de la bancarrota. Esto afectó la confianza en todo el mercado, y particularmente a los fondos no regulados llamados *hedge funds*, entre los cuales se encontraban los de Bear Stearns y tres de BNP Paribas, que también anunciaron una suspensión de pagos.

En el verano de 2007 todavía se pensaba que la crisis no se extendería hasta bancos tradicionales como el Citibank, Bank of America y Wachovia que habían vendido sus hipotecas a otros inversionistas. Sin embargo, más adelante se descubrió que estos bancos también estaban afectados por haber vendido complejas pólizas vinculadas al pago de los préstamos hipotecarios. Con los precios de las propiedades inmobiliarias a la baja, el problema se tradujo en uno de confianza. La reputación de fondos y bancos de inversión depende principalmente de que el resto de los participantes en el mercado perciba que tiene activos que respaldan sus inversiones y no sólo deuda. De ahí que en estas épocas difíciles acumulen efectivo y se muestren menos proclives a prestar su dinero.

Cualquier institución que pareciera tener una cartera de alto riesgo, aunque tuviera suficientes activos para sostenerla, se enfrentó a la doble dificultad de que los inversionistas querían recuperar su dinero y de que los prestamistas se negaban a conceder más crédito. En los fondos regulados por la autoridad el apalancamiento no suele superar la tercera parte de los activos, mientras que en los *hedge funds* es ilimitado y en algunos casos llegó a ser un múltiplo de hasta cien veces. Por ello, las quiebras financieras del verano de 2007 provocaron un desplome en la confianza de los mercados y la congelación en el mercado interbancario y los mercados mayoristas en general. El mayor problema fue no saber la extensión de las pérdidas en créditos vinculados a las hipotecas de alto riesgo y no saber quiénes corrían los riesgos. Debido a ello, ocurrió una repentina contracción del crédito y una enorme volatilidad de los valores bursátiles, generándose una espiral de pánico y una repentina caída de las bolsas de valores de todo el mundo. En respuesta, los inversionistas buscaron refugio en lo que aún se considera la inversión más segura: los bonos del tesoro de los Estados Unidos, con lo que el resto del mundo empezó a sufrir una retracción de capitales. Ante esta situación,

los principales bancos centrales del mundo asumieron su función de prestamistas de último término e inyectaron liquidez a los mercados por decenas de miles de millones de dólares.

b) *La evidencia de la crisis financiera.* Un antecedente central de la crisis de los Estados Unidos es la excesiva autorregulación de la banca que, combinada con muy bajas tasas de interés, llevó a una explosión de crédito. Varios factores contribuyeron a favorecer la política de autorregulación:

- i) La liberación del sistema financiero implantada por Ronald Reagan a fines del decenio de los ochenta. La filosofía de Reagan planteaba que el gobierno, que no el sector privado, era el origen del problema económico. Los representantes de los bancos y otras instituciones financieras aprovecharon dicha postura para acercarse al Congreso y solicitar una reducción en la regulación.
- ii) La dilución de las fronteras entre la banca comercial y la de inversión producida en 1999 por la ley Gramm-Leach-Bliley.¹⁷
- iii) Alan Greenspan, ya como presidente de la Reserva Federal, compartió el entusiasmo por la liberación financiera pese a reconocer la posibilidad de burbujas en los mercados (en diciembre de 1996 declaró que los mercados de valores podrían estar sufriendo una etapa de “exuberancia irracional”).¹⁸
- iv) La entrada en vigencia de las normas de capital de Basilea II y la influencia de la “cultura” que contenían. Éstas pretendían concientizar a los banqueros del riesgo y mejorar la capitalización. Sin embargo, la significativa diferencia entre las ganancias potenciales de la banca de inversión y la banca comercial provocó que los banqueros no cumplieran con dichas metas.
- v) En los grandes bancos el cómputo del riesgo se basó en modelos elaborados por los propios banqueros, que llevó a menores exigencias de ca-

¹⁷ La Ley para la Modernización Financiera propuesta por los congresistas Gramm, Leach y Bliley fue aprobada por el presidente Clinton en noviembre de 1999. Dicha Ley derogó las disposiciones de la Ley Bancaria de 1933 y de la Ley de Grupos Bancarios de 1956 que impedían a los grupos bancarios afiliarse con casas de bolsa y compañías de seguros. A estas restricciones se les conoce en conjunto como Glass-Steagall. La nueva ley autorizó a los grupos bancarios a convertirse en “grupos financieros” y dedicarse a una amplia variedad de actividades relacionadas con el ámbito financiero. Se incluyó en ello las especialidades de banca comercial, intermediación y colocación de valores y seguros. Public Law 106-102-12 de noviembre de 1999 (<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-106publ102/pdf/PLAW-106publ102.pdf>) (19/10/2009).

¹⁸ El término fue acuñado por Alan Greenspan durante su discurso “The Challenge of Central Banking in a Democratic Society”, pronunciado el 5 de diciembre de 1996.

pital y a descansar los controles en costosos e ineficaces modelos matemáticos en detrimento de la supervisión de los riesgos *in situ* (revisión de los créditos individuales).

- vi) Por otra parte, se aceptó como componentes del capital elementos híbridos y conceptos contables que no merecían dicha clasificación.
- vii) Las nuevas normas internacionales de contabilidad, que limitaban la exigencia de reservas a los créditos con pérdidas ya “incurridas”, aunque previamente pudieran ser técnicamente “esperadas”.

4. *Las coincidencias y las diferencias de las crisis de México y los Estados Unidos*

Las lecciones de las dos crisis referidas son básicamente cinco.

a) *Las crisis financieras de los pasados dos decenios han sido el resultado de la liberación financiera.* Ésta ha sido acompañada por un exceso de liquidez general del sistema financiero, la mala regulación, la mala gestión y una mayor volatilidad en las tasas de interés sin que haya mediado una mayor vigilancia de las autoridades financieras en la toma de riesgos.

La liberación financiera generó en la mayor parte de los países una euforia que distorsionó la percepción del riesgo. Se abandonaron los principios básicos del otorgamiento del crédito y se incurrió en la toma excesiva de riesgo con préstamos de mala calidad. En el caso de México, los nuevos banqueros percibieron el entorno de la liberación financiera como la situación idónea para recuperar con rapidez la inversión realizada en la compra a altos precios de los bancos reprivatizados por el gobierno. Después de varios años de una crisis caracterizada por crecimientos negativos, inflaciones altas y ausencia de crédito, los consumidores estaban ávidos de bienes de consumo duraderos y vivienda. El crédito para financiar dicho consumo se otorgó en muchos casos de modo imprudencial, buscando generar flujos de ingreso por concepto de intereses y comisiones, además de ganar o mantener cuotas de mercado. Por otra parte, se consideraba que las expectativas de crecimiento económico y las ventajas del Tratado de Libre Comercio de América del Norte mantendrían el crecimiento de la economía y el flujo de ingresos de las familias. En los Estados Unidos, aunque fuera lógico prever que los precios inmobiliarios no podían subir indefinidamente, el gran crecimiento de la economía mundial, la baja inflación, las bajas tasas de interés, negativas en términos reales durante varios años, y la estabilidad macroeconómica, así

como las distorsiones por los incentivos en materia fiscal (deducibilidad de intereses hipotecarios), redujeron la percepción de riesgo.¹⁹

Además, la extendida noción de que los mercados financieros funcionan de manera eficiente y que sus participantes son suficientemente racionales como para absorber de manera adecuada el riesgo (sobre todo si utilizan modelos matemáticos refinados para calcular el monto de capital necesario) terminaron por legitimar las acciones de dichos participantes. Todo ello llevó a un mayor apalancamiento y motivó la innovación financiera en la creación de instrumentos opacos y el aumento de las operaciones registradas fuera de saldos. Respecto al caso mexicano, se habían hecho adecuaciones a la regulación de los requerimientos que tenía que cumplir la banca comercial respecto a la cartera vencida o de mala calidad, sus intereses y su refinanciación. Sin embargo, no se contaba con la información real de la situación de los bancos, entre otras cosas por el débil sistema contable y de supervisión que se manejaba, subordinada en exceso a la SHCP que había vendido los bancos en muchos casos subcapitalizados. Hay todo un debate respecto a si la supervisión bancaria en México fue pobre (o inexistente). Durante el periodo en que la banca estuvo en manos del Estado, prácticamente no se hicieron cambios al sistema de regulación, por no considerarse indispensables, ya que el mayor porcentaje de las colocaciones se destinaban al gobierno. Y dado que la privatización fue casi simultánea a la liberación de las tasas de interés y la eliminación de las asignaciones obligatorias de crédito, la supervisión quedó rezagada.

b) *La equivocada percepción de las autoridades económicas.* En los Estados Unidos, a pesar de los crecientes déficit en cuenta corriente, mientras duró el auge no parecía existir la necesidad de revisar la regulación ni modificar la política monetaria. Como es común en estos casos, ninguna autoridad quería ser responsable de frenar el crecimiento. De hecho, el brusco decenio de las tasas de interés de la Reserva Federal ante la recesión de 2001 —y el mantenimiento de los mismos en 1% durante un año— fue conside-

¹⁹ A fines de 2005 Ben Bernanke, director del consejo de asesores económicos del Presidente que poco después sería propuesto como nuevo director de la Fed, planteaba que el significativo crecimiento en los precios del sector inmobiliario era un reflejo de la fortaleza en los fundamentos de la economía. *The Washington Post*, “Bernanke: There’s No Housing Bubble to Go Bust”, 27 de octubre de 2005 (<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2005/10/26/AR2005102602255.html>) (14/09/2009). En el mismo sentido, en el “Economic Report of the President” presentado al Congreso en febrero de 2006 se planteaba que para los siguientes cinco años era más probable que la desaceleración en la construcción (de casas) fuera gradual y no brusca, esto, debido a que el alto precio de las casas mantendría el atractivo en dicho negocio (http://www.gpoaccess.gov/eop/2006/2006_erp.pdf) (14/09/2009).

rada como una excelente maniobra para acortar la recesión en los Estados Unidos tras los ataques del 11 de septiembre. El efecto internacional de dicha política fue enorme, al presionar a la baja las tasas de interés a nivel internacional y la acumulación de desequilibrios globales significativos (esto es, países con grandes déficit en cuenta corriente y otros con altos superávit y acumulación de reservas internacionales). Sin embargo, hoy dicha política monetaria se interpreta como una estrategia errónea que contribuyó a inflar los precios de los activos, sobre todo los inmobiliarios, impidiendo el ajuste que la economía estadounidense necesitaba para tener un crecimiento sostenible a largo plazo.

En el caso de México las autoridades económicas, el Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público consideraron que los problemas de 1994 eran transitorios y, en ese sentido, permitieron que prevaleciera el objetivo de lograr la estabilidad de precios, utilizando la política cambiaria como un ancla de los precios, a pesar del creciente déficit en cuenta corriente. El objetivo de controlar el tipo de cambio con propósitos antiinflacionarios mermó la objetividad del banco central y de la Secretaría de Hacienda respecto al desequilibrio externo y las fallas que ya existían en el sistema financiero, descontando los problemas de naturaleza política y la pérdida de competitividad de la economía mexicana. En los Estados Unidos fue fundamental la ideología de que los mercados se corrigen por sí mismos. El secretario del Tesoro, Henry Paulson, por ejemplo, estimó seis meses después de la crisis del Bear Stearns que los mercados se habían ajustado. Vino la quiebra de Lehman Brothers y siguió sin percibir la naturaleza del problema y la necesidad de la intervención gubernamental. Esta errónea expectativa de autocorrección dio pie a lo que ahora se denominan los mercados de pánico. En las primeras dos etapas de sus cinco fases todavía es posible que la autoridad tenga éxito con su intervención, pero posteriormente el problema se generaliza.²⁰

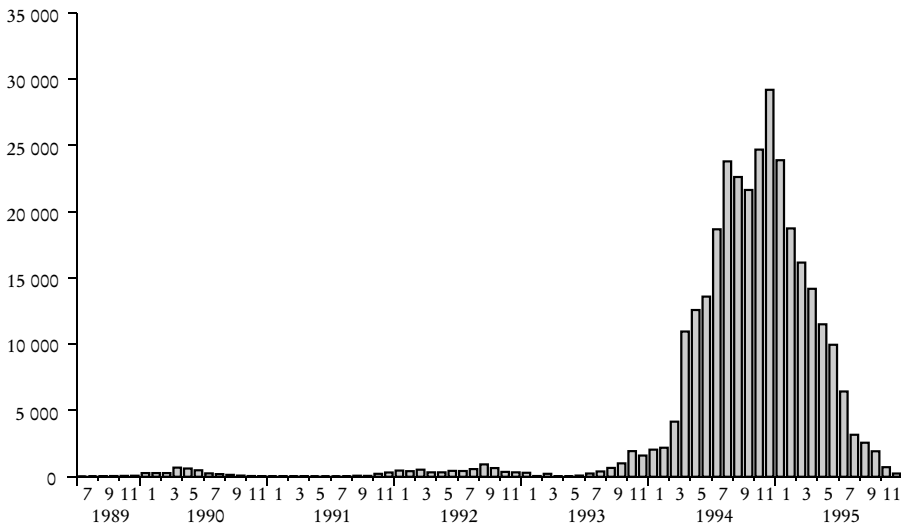
c) *Nuevos intermediarios financieros, nuevos instrumentos y desconfianza*. Desde 1975 México buscó desarrollar un mercado de valores y, para ello,

²⁰ Las “cinco etapas del ataque de pánico de los mercados”, un concepto que se tomó prestado de la psicología: i) “revelación”, en la que se piensa que se trata de un problema pasajero; ii) “negación”, en la que los operadores se aferran de alguna señal suelta para cifrar falsas esperanzas; iii) “enojo”, cuando se desata la ira por las pérdidas acumuladas; iv) “parálisis” (se cree que estamos en esta fase), y v) “aceptación”, cuando se supone que hay nuevas reglas del juego. “Inversores con ataque de pánico: cómo evitar errores millonarios”, *Clarín*, 2 de septiembre de 2007 (<http://www.clarin.com/diario/2007/09/02/elpais/p-01801.htm>) (25/01/2010).

se implantó diversas medidas, muchas con el objetivo de fortalecer a las casas de bolsa, que desempeñaron un papel preponderante en la colocación de emisiones primarias de deuda pública interna así como en el mercado secundario. Al momento de la privatización de la banca, con la posibilidad de agrupamiento de varios negocios financieros en un mismo grupo y la exclusión legal de inversionistas extranjeros, se propició que las casas de bolsa tuvieron un papel fundamental en el sistema financiero de México. Al igual que se dio en el caso estadounidense con la ley Gramm-Leach-Bliley, la combinación de casas de bolsa dueñas de bancos, la oportunidad de otorgar crédito en un entorno favorable, la necesidad de hacer rentable su inversión y la regulación mínima permitió que los nuevos banqueros se financiaran con préstamos interbancarios en lugar de buscar la mayor captación de depósitos y capitalización de la banca comercial. Por otra parte, se produjo un brusco crecimiento del crédito con deficientes evaluaciones del riesgo crediticio por parte de esos nuevos agentes financieros y de la autoridad supervisora. Como consecuencia, la calidad de la cartera se deterioró mucho, aunque no se transparentó, de manera que las grandes ganancias declaradas ocultaban una situación muy diferente.

GRÁFICA 8. *Evolución mensual del monto de Tesobonos*
(1989-1995)

(Millones de dólares)



FUENTE: Banco de México.

Por su parte, el gobierno federal emitió papel para evitar fluctuaciones del tipo de cambio y alargar el perfil de vencimientos de la deuda pública (los Tesobonos), ofrecidos por primera vez en julio de 1989. Estos funcionaron como un mecanismo que ofrecía protección contra la incertidumbre cambiaria y hasta fines de 1993 los montos emitidos fueron relativamente pequeños. El riesgo planteado por los Tesobonos fue evidente durante el segundo semestre de 1994, ya ocurrida la elección presidencial. Los inversionistas, al contrastar las disponibilidades de divisas del país con los vencimientos de corto plazo de los adeudos denominados en moneda extranjera, temieron acertadamente que México no tuviera la capacidad de pago en el momento adecuado. Este temor generó una gran presión en el tipo de cambio al producirse una fuga de capitales y el cierre de los mercados financieros internacionales para México. El monto de los Tesobonos ascendía a fines de 1994 a cerca de 30 mil millones de dólares, más de cinco veces el monto disponible de reservas internacionales. Aunque pagaderos en el país y en pesos, estaban denominados en dólares. La mayor presión consistía en que una tercera parte de los Tesobonos estaba en manos de extranjeros, que requerirían dólares al amortizar dichos títulos.

En los Estados Unidos se enfrentó una situación mucho más compleja, pues las instituciones financieras no bancarias tuvieron un papel importante en el otorgamiento de créditos. La banca comercial, cuyo negocio tradicional era aceptar depósitos y dar préstamos que se mantenían en sus saldos, dejó de ser el actor principal. También debe citarse el caso de los instrumentos basados en modelos para calcular la capitalización requerida por el intermediario financiero y con base en series de tiempo como los *Quant funds*.²¹ El nuevo modelo basado en la titulación de activos consistió en que los bancos de inversión —los nuevos intermediarios entre los bancos comerciales y los inversionistas— crearon derivados financieros estructurados, conocidos como *Structured Investments Vehicles* (SIV), que permitían que los bancos comerciales subdividieran y reagruparan sus activos, sobre todo hipotecas, y los revendieran en el mercado a manera de obligaciones cuyo respaldo último era el pago de los créditos hipotecarios mediante documentos denominados “Respaldos por hipotecas” (*Mortgage Backed Securities* o

²¹ Fondos cuyas operaciones son decididas con base en modelos matemáticos basados en datos históricos de los mercados. Con base en dicha información, buscan oportunidades en desvíos o anomalías bursátiles para ganar dinero, pero fracasan ante una altísima volatilidad. Muchos modelos de distintos fondos de cobertura de riesgo (*hedge funds*) son parecidos y se ha producido un contagio al aplicar las mismas estrategias de manera simultánea.

MBS), generalmente fuera de su equilibrio.²² Este modelo de expansión del crédito, conocido como "originar y distribuir" que tuvo como principal defensor al entonces Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, debía permitir tanto la cobertura de riesgos como su transferencia de los inversionistas más conservadores a los que tenían una menor aversión al mismo y buscaban mayor rentabilidad. Con ello se aseguraría una asignación óptima de capital, que multiplicaría de manera espectacular el crédito y promovería el crecimiento económico a largo plazo. La libre movilidad de capitales permitió que los derivados financieros estadounidenses se comercializaran en todo el mundo. La plena globalización de los mercados financieros permitió la repetida reestructuración de activos y las múltiples ventas para transferir el riesgo, lo que imposibilita dilucidar el riesgo real de cada uno de los títulos.

d) *Opacidad de la información.* Algo común entre las dos crisis fue la insuficiente disponibilidad de información. En el caso de México no existía transparencia respecto al monto de las reservas internacionales del Banco de México. Sólo las autoridades financieras y monetarias conocían las cifras con oportunidad y precisión.²³ Tampoco existía información fiable de la situación económica y financiera de los bancos. En el caso de los Estados Unidos la opacidad estuvo relacionada con la complejidad de los instrumentos que se manejaban en el mercado, muchos de los cuales se emitían con tal rapidez que no había un esquema establecido para su evaluación y supervisión. En ambos países la función de los auditores externos y de los organismos clasificadores no ayudó a la transparencia, llegando incluso a ser contraproducentes.

e) *El contexto macroeconómico: Grandes entradas de capitales y desequilibrio externo.* El contexto macroeconómico tiene un vínculo indudable con el sistema financiero de cualquier país. Para el caso de México, el gobierno

²² Los SIV fueron inventados por Citigroup en 1988. Fueron muy populares hasta el *crash* de la Bolsa de Estados Unidos en 2008, cuando desaparecieron. Su objetivo era obtener dinero de corto plazo a bajas tasas de interés y prestarlo a largo plazo con tasas más altas. Con la administración de los SIV se admitió el intercambio de inversiones sin la requerida transparencia y la capacidad de conocer a fondo su estructura.

²³ Es interesante el caso de los informes trimestrales sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública de 1994. En el informe del tercer trimestre, en la sección 3, de deuda interna del gobierno, existe una subsección, al igual que en los informes anteriores, acerca de la composición de la deuda interna (p. 96). En dicho apartado se presenta la proporción entre Cetes, Tesobonos, Ajustabonos y Bondes. En el informe del cuarto trimestre, sin embargo, la subsección referida desaparece. En todo caso, si la intención del gobierno hubiera sido ocultar dicha información, no habría presentado los montos de deuda para cada uno de los bonos en el anexo estadístico, como de hecho lo hizo (cuadro 2).

de Salinas de Gortari tenía un ambicioso programa de recuperación económica, que estaba basado en el control de la inflación, continuando con el Pacto de Solidaridad Económica iniciado en el gobierno anterior. Los “Pactos” buscaban alcanzar la estabilidad de precios con el tipo de cambio como ancla nominal, mientras que el gobierno buscó por diversas vías hacer a México más atractivo para la inversión extranjera. El TLCAN desempeñó un papel fundamental en la atracción de capitales a México y permitió un deterioro del equilibrio del sector externo. El déficit de la cuenta corriente fue adquiriendo magnitudes sin precedentes, alcanzando 6.4% del PIB en 1994, agravadas por la política monetaria atada a un régimen de deslizamiento cambiario. Las autoridades mexicanas creían fuertemente en la denominada “Doctrina Lawson”, la cual considera irrelevante el déficit en cuenta corriente si éste se debe sólo a las decisiones del sector privado, es decir, si existe un equilibrio o superávit en las cuentas públicas.²⁴ Sin embargo, los desequilibrios macroeconómicos por grandes entradas de capital pueden causar crisis de confianza, por lo que no pueden dejarse de lado y verse simplemente como sinónimo del atractivo económico del país.

Los Estados Unidos, por su parte, fueron influidos por la hipótesis del presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke respecto al *global savings glut*. Esta interpretación considera que la alta tasa de ahorro y el tipo de cambio intervenido y subvaluado de China fueron los auténticos causantes de los desequilibrios externos de los Estados Unidos. El excedente de ahorro mundial era canalizado a los Estados Unidos, el mercado financiero más refinado y experimentado, alimentando un ciclo de endeudamiento y un “crecimiento burbujeante”. En gran parte del mundo muchos ahorradores vieron disminuidos sus capitales y como consecuencia prefirieron ahorrar a consumir. Sin embargo, al no haber nadie que invirtiera esos ahorros, la cuestión se dificultaba aún más.²⁵ En 2007 los Estados Unidos absorbieron casi la mitad del ahorro mundial; el Reino Unido, España y Australia otro 20%, y

²⁴ Llamada así en honor al Ministro de Hacienda (*Chancellor of the Exchequer*) británico Nigel Lawson. El problema es que si se produce una crisis de confianza y se reduce abruptamente la financiación, el ajuste del sector privado no es instantáneo, lo que da lugar a un desequilibrio. Por otra parte, las finanzas públicas no siempre estuvieron en equilibrio, en particular por la intermediación financiera de la banca de desarrollo, lo cual no cumple con el supuesto básico de la Doctrina Lawson. Por ejemplo, en 1994 la intermediación financiera alcanzó el 3.6% del PIB lo que en realidad significó un déficit de casi esa magnitud. Banco de México *Informe Anual 1994*, México, 1995, p. 78.

²⁵ Paul Krugman identificó que el problema era otro: la paradoja de la frugalidad. Paul Krugman, “Revenge of the Glut”, *NY Times*, 1 de marzo de 2009 (<http://www.nytimes.com/2009/03/02/opinion/02krugman.html>) (19/10/2009).

las reservas de los bancos centrales de los países en desarrollo superaron los 5 billones de dólares (1.9 en China). Pero como la mayoría de las entradas de capital iban a parar al sector inmobiliario y no a otro tipo de inversiones más productivas, en último término el modelo se basaba en que los estadounidenses pudieran pagar sus hipotecas, lo que a su vez dependía de que el precio de sus viviendas siguiera subiendo, condición necesaria para que los hipotecados pudieran refinanciar su deuda contra el valor apreciado de su inmueble y mantener sus crecientes pautas de consumo y endeudamiento.

5. *Consideraciones finales*

Tres afirmaciones pueden fundamentarse en las experiencias de México y Estados Unidos: *i*) los mercados financieros no tienen incentivos adecuados para autorregularse y tienden al desequilibrio, sobre todo tras largos periodos de crecimiento y estabilidad que inducen excesos de confianza e impulsan los excesos; *ii*) el sistema financiero internacional ha sido inestable debido a que su moneda de reserva es la de un país deficitario, con escasa supervisión y que opera con grandes centros financieros globales con el supuesto de que ante un problema mayor serán respaldados por medio de un rescate financiero (*bailouts*); en estas condiciones es prácticamente imposible escapar de crisis financieras, cuyas consecuencias serán más devastadoras cuanto mayores sean los desequilibrios y el periodo de crecimiento que las preceda, y *iii*) los bancos están en el centro del sistema financiero y no pueden ser suplantados por otros intermediarios con baja capitalización. A lo largo de la historia han sido los que internalizan el riesgo de los préstamos, si están sujetos a una supervisión adecuada, y no deben dejarse de lado, pese a la refinación que puedan tener los mercados financieros.

Es evidente que se requiere la intervención de las autoridades para anticipar una crisis y tomar las decisiones necesarias para evitarla con oportunidad. Este es un terreno problemático porque mezcla el trabajo del técnico, que tiene que dar a conocer las malas noticias, y el del político, que no quiere tomar las decisiones difíciles y argumentará que el técnico está equivocado o exagera. ¿Cómo arrebatarse a los políticos las decisiones económicas? Durante muchos años se consideró que la respuesta estaba en la autonomía de los bancos centrales, pero la respuesta de la Reserva Federal pone de manifiesto dos hechos. El primero, confirmado por las experiencias de los Estados Unidos y de México, es que la formación e ideología del adminis-

trador del banco central influye directamente, aunque con mecanismos de control, en la interpretación del problema de desequilibrios en cuenta corriente, por lo que se necesitan otros agentes de supervisión que complementen el diagnóstico. El segundo es que los políticos deben aceptar que las cosas malas pueden pasar en su país y no sólo en los demás países, y que después de un periodo de expansión se tendrán que hacer ajustes para evitar burbujas especulativas.

II. EL MANEJO DE LA CRISIS

Una recesión económica y una crisis profunda que impliquen un resquebrajamiento del sistema de pagos exigen tomar acciones que impidan su colapso y que, con la mayor rapidez posible, restablezcan la solidez del sistema, que bien podría emerger de la crisis radicalmente transformado. Al respecto, el grupo de trabajo presentó sus perspectivas. Esta sección se divide en dos. En la primera se consideran los diferentes modelos o opciones de respuesta macroeconómica ante una crisis, con particular hincapié en que las opciones disponibles dependen de las características de cada país. La segunda subsección se enfoca en la dimensión internacional de las crisis y las posibles acciones que deben tomarse en consecuencia, tanto a nivel nacional como multilateral.

1. *Dos opciones de respuesta*

a) *¿Dos modelos?* En términos generales, hay dos respuestas radicalmente distintas ante una crisis: aquella tradicional que podría llamarse “restrictiva” y otra expansiva que puede ser denominada como “keynesiana”. La primera busca corregir los desequilibrios mediante políticas fiscales, monetarias y crediticias contraccionistas. Esta política provoca una recesión más severa y un aumento del desempleo, así como pérdidas mayores para los bancos dado el deterioro de sus carteras de préstamos. La política restrictiva se basa en la idea de que ésta corrige los desequilibrios macroeconómicos que han causado la crisis y que existen graves problemas de financiación interna y externa. La respuesta expansiva o keynesiana, por otro lado, consiste en una relajación de las políticas macroeconómicas, particularmente del gasto y abatimiento de las tasas de interés, para contrarrestar las presiones recesivas que sufre la economía durante la crisis. Como resultado de estas medidas, la

actividad económica, el déficit público y la deuda gubernamental aumentan, y dependiendo del multiplicador del gasto público y su destino el costo se traslada a las generaciones futuras.

Tal vez hablar de “dos modelos” resulta injusto, ya que muchos países no tienen la opción de elegir. Siempre es posible aplicar políticas económicas restrictivas que agravan la recesión, pero para ser expansivo o keynesiano se necesita contar con la financiación necesaria. De tal manera, la profundidad de una política anticíclica está en función del espacio fiscal que tiene cada país, es decir, de la capacidad de aumentar la deuda sin incurrir en grandes desequilibrios en las finanzas públicas que provoquen una crisis de confianza. Ésta, depende de la deuda, de la tasa de interés, del multiplicador del gasto, de la recaudación fiscal, del tamaño de los mercados financieros nacionales y del prestigio crediticio o credibilidad en el gobierno como deudor. En la actual recesión económica mundial el FMI ha ejercido presión para que los países adopten una política fiscal más expansionista.²⁶ De hecho, en la declaración de la reunión del G20 realizada en Londres en abril pasado, los países miembros del grupo se comprometieron a realizar un esfuerzo fiscal de la escala necesaria para restablecer el crecimiento y permitieron que el FMI aumentara su capacidad para prestar en estas circunstancias.²⁷

b) *Políticas anticíclicas*. Al momento de decidir el grado de expansión fiscal en respuesta a la crisis los gobiernos están obligados a considerar todos los costos (económicos, sociales y políticos) en los que se incurre al evitar un déficit. En ningún momento hay que olvidar que las responsabilidades máximas de un gobierno son, entre otras, la promoción del empleo, la reducción de la pobreza y la desigualdad y el mantenimiento de la estabilidad social. Para que las políticas adoptadas sean exitosas en el combate de la crisis, no sólo es esencial contar con la financiación necesaria para ejecutarlas, sino también contar con programas específicos de infraestructura y otros de aplicación rápida preparados con antelación. La sostenibilidad de la deuda se valora analizando la relación entre la deuda y el PIB, y de la capacidad de

²⁶ En la nota de postura de los funcionarios del FMI de fin de diciembre de 2008 respecto a la política fiscal adecuada para la crisis, se plantea la necesidad de aplicar estímulos fiscales globales de proporciones considerables. Aunque no se precisa la magnitud de la respuesta fiscal requerida, sí se plantea que ésta debe ser oportuna, grande, durable, diversificada, contingente, colectiva y sostenible. Antonio Spilimbergo, Steve Symansky, Olivier Blanchard y Carlo Cottarelli, “Fiscal Policy for the Crisis”, IMF Staff Position Note SPN/08/01, 29 de diciembre de 2008.

²⁷ Declaración de los líderes del G20, “The Global Plan for Recovery and Reform”, Londres, 2 de abril de 2009 (<http://www.londonsummit.gov.uk/resources/en/PDF/final-communique>) (03/09/2009).

financiación interna y externa de la misma.²⁸ Se debe buscar que el gasto público se realice con calidad y que tenga el mayor efecto posible. De lo contrario, cabe la posibilidad de caer en improvisaciones que sean poco eficaces y tengan un efecto muy inferior al potencial.

En todo caso, una respuesta de política fiscal ante una crisis financiera debe diferenciar entre los apoyos del gobierno para estimular la actividad económica y aquellos a los intermediarios financieros. Respecto a los primeros, es indispensable que las autoridades nacionales elaboren respuestas que aseguren un presupuesto equilibrado a lo largo del ciclo, como por ejemplo, financiando proyectos de alta rentabilidad que prácticamente se autoliquiden. En cuanto a los segundos, se deben aplicar para restaurar el funcionamiento del sistema financiero y no para salvar a intermediarios que han incurrido en errores graves de gestión y/o administración.

Es conocido que un aumento inteligente en el gasto de inversión del sector público puede compensar la caída en la demanda privada, estimular la actividad, el ingreso nacional, el empleo y la productividad de la economía. El efecto de un aumento en el gasto es mayor que el de un recorte en los impuestos que puede ser ahorrado, particularmente si las tasas de interés no suben en consecuencia, y si se percibe que la situación fiscal de la economía, después del estímulo, es sostenible. Por otra parte, en circunstancias como las que se están viviendo actualmente, con una muy baja demanda agregada, escaso consumo e inversión y amplia capacidad ociosa, sería muy difícil argumentar que todo déficit fiscal provocaría presiones inflacionarias. En lo que se refiere a México, tampoco se puede argumentar que todo incremento en el gasto provocaría un aumento significativo en las tasas de interés, ya que éstas se encuentran muy por encima de las observadas en los Estados Unidos y Europa. Por lo contrario, cabe señalar que cuando cae la inversión privada, la demanda de fondos prestables se reduce, por lo que las tasas de interés tenderían a caer.

c) *¿Factores temporales o permanentes?* La capacidad de respuesta de un país ante una crisis económica y del sistema económico y financiero es eviden-

²⁸ El acceso a los mercados de crédito depende, de manera importante, de que los países mantengan proporciones bajas de deuda/PIB. Reinhart, Rogoff y Savastano acuñan el término intolerancia a la deuda (*debt intolerance*) para analizar el grado de tolerancia (inflación controlada y cumplimiento de pagos de deuda) al endeudamiento externo que tienen los países de las economías emergentes. Con base en una revisión histórica de las distintas experiencias nacionales, los autores plantean que las economías emergentes tienen un umbral de tolerancia de alrededor de 15-20% del producto nacional, que es un porcentaje muy bajo en comparación con las economías desarrolladas. Reinhart, Rogoff y Savastano, "Debt Intolerance", NBER Working Paper núm. 9908, 2003.

temente decisiva. Si bien la recesión internacional es un problema cíclico, puede tener componentes estructurales o permanentes. Es extremadamente importante determinar en que medida los factores que están causando la crisis son de carácter permanente o temporal, puesto que esa diferencia lleva a respuestas distintas, y un error en dicho diagnóstico podría empeorar la situación. Aunque no es fácil diferenciar entre choques permanentes y temporales, casi siempre se cuenta con elementos para intentar determinar su naturaleza y actuar en consecuencia. Por ejemplo, es imposible pronosticar con alguna certidumbre el precio del petróleo, una variable central tanto en términos fiscales como desde la perspectiva del sector externo de muchos países. Sin embargo, sí pueden hacerse estimaciones respecto al volumen de producción. En todo caso, si existen dudas, las autoridades deben actuar con la consideración de que frecuentemente hay factores de carácter permanente. Por otra parte, es importante tomar en cuenta que las crisis bancarias por su propia naturaleza toman un largo tiempo en resolverse debido a elementos como el proceso de desendeudamiento, la distribución de pérdidas y las reestructuraciones del propio sistema financiero. Por ello, en caso de que ocurran deben enfrentarse como un choque permanente y no caer en la tentación de tratarlas como un problema temporal y de rápida resolución.

d) *Países distintos, opciones distintas.* Como se comentó líneas arriba, las circunstancias de los países son determinantes para elegir la política por seguir ante una crisis financiera. Los mercados de las naciones desarrolladas tienen una mayor profundidad financiera que los de las economías emergentes (mayor capacidad de financiación), independientemente de sus deudas y de las políticas económicas y financieras seguidas hasta el momento de la crisis. Además, las economías emergentes dependen mucho más del entorno internacional que las industrializadas. En el caso particular de los Estados Unidos, el hecho de que su deuda esté denominada en dólares, que constituye la principal divisa de reserva de muchos otros países, marca una diferencia decisiva respecto a su capacidad para instrumentar una respuesta macroeconómica a una crisis del sistema financiero.²⁹

Así como en la disponibilidad de financiación, también es fundamental diferenciar los países en el ámbito fiscal desde una perspectiva de la deuda ya existente y su crecimiento potencial. Estas diferencias residen, al menos par-

²⁹ Otro caso particular es el de la deuda denominada en euros de países de la Eurozona.

cialmente, en la recaudación o la capacidad recaudatoria de cada país. Así, entre las naciones europeas que cumplieron con los criterios de Maastricht dicha recaudación es en promedio de 38% del PIB, mientras que en la América Latina es de 12% del producto y en México es de 9%.³⁰ En el ámbito latinoamericano, Chile y en menor medida Perú, que han acumulado excedentes fiscales en periodos de auge, cuentan en la actualidad con un mayor margen de respuesta en el ámbito de la política fiscal.

Hacer distinciones o explicar por qué los mercados de capital tratan de manera diferenciada a un país respecto a otro, no es sencillo. Por ejemplo, puede argumentarse que México tiene un endeudamiento similar al de Chile. Sin embargo, con la perspectiva de endeudamiento neto (definido como el monto de deuda menos reservas internacionales), el monto es equivalente a 6% del PIB en Chile y 14% en México. Esto es, según dicho parámetro México se encuentra en una buena situación, pero no puede equipararse con la de Chile. Lo cierto es que la relación deuda/PIB es sólo una primera aproximación, ya que hay países que tienen amplia financiación disponible, mientras que otros llanamente no lo tienen. Si no hay financiación, no hay expansión fiscal posible, a menos que se quiera pagar un precio alto por hacerlo.

e) *Deudas totales y deudas ocultas*. Cuando se habla de endeudamiento público con frecuencia se hace hincapié en la deuda externa. Sin embargo, es importante considerar que la alta deuda interna también puede explicar las caídas de economías emergentes en una moratoria de pagos (*default*). Además de considerar que el monto de la deuda interna puede implicar una importante restricción fiscal, en muchos países existen “deudas ocultas” que pueden reducir el espacio real de maniobra ante una crisis financiera. Por ejemplo, deudas de bancos centrales o gobiernos subnacionales, de sistemas de pensiones inadecuadamente financiados o deudas privadas que finalmente, en momentos de crisis, son absorbidas parcial o por completo por el gobierno.

Las deudas del sector privado representan un buen ejemplo de pasivos que, de manera repentina, pueden transformarse en un problema importante durante una crisis. Esto ocurre porque aunque muchos gobiernos de países emergentes han “aprendido” que no deben endeudarse en dólares (por las crisis que han sufrido en el pasado reciente), el sector privado no tiene la

³⁰ Criterios acordados para los países de la Unión Europea que deseaban adoptar al euro como moneda. En el caso de la deuda pública, se fijó como límite un equivalente de 60% del PIB o, en los casos de países con endeudamientos por encima de ese nivel (como Italia, Bélgica o Grecia), una clara tendencia decreciente hacia ese límite.

misma prudencia, y el costo que ello implica puede descubrirse de manera tardía y repentina. Por otra parte, también es conveniente considerar que partes del sector privado de economías emergentes son ahora acreedores, no deudores respecto al exterior, situación que no existía hace pocos años.

f) *La moda de los regímenes cambiarios*. Si bien la política fiscal ha cobrado una importancia singular en el combate a la crisis del sistema financiero, otros instrumentos de política económica también tienen relevancia. Respecto a la política cambiaria, destaca que muchos países han adoptado en años recientes un tipo de cambio flotante. Este régimen cambiario representa una ventaja al permitir a una economía asimilar con mayor facilidad una expansión fiscal o choques externos. Sin embargo, cabe señalar que hace 15 años muchos economistas recomendaban exactamente lo contrario: fijar el tipo de cambio e incluso fijar una moneda de manera irrevocable contra otra, por medio de un consejo monetario (*currency board*), o eliminar la moneda local en favor del dólar estadounidense. Esto, debido a que se consideraba que fijar el tipo de cambio otorgaba credibilidad, particularmente en materia de inflación, algo de lo que carecían muchas economías. En realidad, en la actualidad fijar el tipo de cambio (o dolarizar o euroizar) se considera una opción recomendable cuando un país sufre de inflación alta y las autoridades monetarias de falta de credibilidad.

La “popularidad” de un régimen cambiario depende de las circunstancias internas y externas. Una posible explicación a la preferencia de tipos de cambio fijos a flotantes en un periodo relativamente corto es que en años recientes hay deflación mundial, no inflación. Por ello, a pesar de tener una paridad flotante, un país no importa inflación del exterior, y además la flotación le permite absorber los choques externos parcialmente vía el tipo de cambio, en lugar de ajustar por completo mediante otras variables macroeconómicas como el empleo. Las fugas de capital son otro tema relevante para la política monetaria y cambiaria en momentos de crisis financiera. Las potenciales fugas de capital son importantes porque lo que se constata una y otra vez es que el capital encuentra los modos de salir de un país, incluso cuando existen disposiciones establecidas para evitarlo. Un ejemplo más de potenciales fugas de capital es Argentina, que sin grandes inversiones corporativas en el exterior, tiene activos externos, mayormente privados y que superan la deuda externa del país. De esta manera no es posible dissociar en un sentido puro política fiscal y política monetaria. Por ejemplo, una expansión fiscal vía endeudamiento tendrá un efecto en la política monetaria y la

credibilidad del banco central. Esto es en particular cierto en países en que la política monetaria ha quedado completamente supeditada a la política fiscal (dominancia fiscal), y cuyas economías todavía están pagando por ello.³¹

g) *Rescates bancarios: Lo urgente vs lo importante.* Las características particulares de las crisis y los rescates bancarios condicionan el margen de acción tanto de la política fiscal como de la monetaria. Por ejemplo, puede haber una fuga de capitales. Por otra parte, una expansión del gasto público podría llevar a un desplazamiento (*crowding out*) de recursos, con el gobierno absorbiendo mucho de financiación disponible y reduciendo el monto del crédito que queda para el sector privado. Por ello es decisivo distinguir entre crisis de liquidez y de solvencia. En 90% de los casos, un problema de liquidez de un banco viene por parte de sus activos. El problema es cuando los gobiernos dan préstamos de apoyo a los intermediarios financieros considerando que hay un problema de liquidez y en realidad lo que se está haciendo es ocultar un problema de solvencia, empeorando la situación y encareciendo el remedio que finalmente se tendrá que aplicar.

Así, es fundamental tener un diagnóstico temprano respecto a la naturaleza del problema, y para ello la clave es contar con una buena regulación y sólidas reglas de capitalización, de preferencia siguiendo regulaciones internacionales establecidas. La supervisión es esencial y debe ejercitarse de manera cotidiana. Como parte de ella, un supervisor no sólo debe considerar los créditos que han caído en mora, sino también los susceptibles de hacerlo. Por otra parte, para adoptar reglas aceptadas internacionalmente como la US GAAP puede resultar necesario un periodo de transición con medidas congruentes, debido al enorme costo potencial que podría implicar una adopción abrupta de dichas reglas.³² Esto, además de que en un periodo de crisis financiera hay otra clase de prioridades, por lo que ciertas acciones necesarias pero no urgentes deben dejarse para después. Por ejemplo, en el caso de la crisis mexicana de 1995 el imperativo era capitalizar con rapidez a los

³¹ Un problema potencial de la dominancia fiscal es que frecuentemente se cae en un problema inflacionario para mantener la financiación del gasto público.

³² Los US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) son los principios de contabilidad generalmente aceptados y usados por las compañías basadas en Estados Unidos o Wall Street. Los US GAAP abarcan un volumen masivo de estándares, interpretaciones, opiniones y boletines y son elaborados por el FASB (directorio de estándares de contabilidad financiera), el gremio contable (AICPA) y el SEC (Securities and Exchange Commission). Son muy pormenorizados, reflejan el ambiente de litigios que impera en los Estados Unidos y obligan a una regulación cada vez más específica. Los estándares de los US GAAP son equivalentes al IAS (estándares contables internacionales). Los US GAAP no pueden desviarse de la intervención reguladora del SEC.

bancos para compensar las enormes pérdidas que habían tenido. Las reglas contables que estaban vigentes hasta entonces eran casi inútiles —y si el US GAAP se hubiera aplicado de inmediato a los bancos mexicanos ello hubiera implicado una afloración brusca del quebranto mayor, y en esencia no financiable, lo que habría llevado a la suspensión de pagos y nuevamente a la nacionalización de la banca. Lo que se hizo fue aplicar medidas correctivas en el ámbito de regulación y de supervisión, al mismo tiempo que se daba un periodo de transición antes de aplicar el US GAAP, lo cual retrasaba, eso sí, el conocimiento de la situación financiera de los bancos y las acciones definitivas por adoptar. Pero se adoptó esta política, que se consideró un mal menor.

En la crisis del sistema financiero estadounidense las reglas contables eran buenas pero no se aplicaban de la misma manera, en particular a los *non-bank banks*, y por tanto no se consolidaron los riesgos de los grupos bancarios. En el caso de los Estados Unidos se tuvo que hacer algo semejante a lo que se hizo en México: otorgar facilidades contables para ayudar a los bancos. Por ejemplo, la regla del valor de libros en el mercado (*mark to market*) representaba un golpe letal para la contabilidad de dichos intermediarios financieros. Su flexibilización permite que los bancos contabilicen utilidades o pérdidas hasta que se recupere el crecimiento económico, con la esperanza —aún discutible— de que los activos recuperen un valor superior al que reflejan hoy los mercados.³³ Otro elemento de diferencia entre los casos mexicano y estadounidense es el de las grandes remuneraciones de los administradores bancarios. En México, ese tema no adquirió relevancia y las autoridades tampoco intervinieron en el mismo, porque varios bancos fueron adquiridos por instituciones internacionales. Así, el tema realmente pasó a ser competencia de los reguladores en los países de las casas matrices. Mientras que en los Estados Unidos los administradores se comportaban como dueños de los bancos (muchas veces autopremiándose por su desempeño), en México respondían a los dueños. En cuanto a México, un problema real fue el de los créditos relacionados, es decir, las operaciones en las que están implicados deudores que son accionistas. Como lo explican La Porta, López-de-Silanes y Zamarrita, en algunos bancos mexicanos se concedieron créditos relacio-

³³ Regla que requiere registrar en libros (*mark*) el valor de un activo al precio en que se vendería en el mercado (*market*). En la crisis estadounidense, los mercados para muchos activos desaparecieron de hecho (al no haber compradores, sólo vendedores), lo que habría implicado un precio de 0 para esos activos, y una pérdida total en libros para los bancos.

nados que excedieron en su monto el valor pagado por los accionistas durante la reprivatización bancaria.³⁴

El tema de las remuneraciones de los administradores bancarios también es importante para países como México, ya que éstas pueden convertirse en un incentivo perverso —como al parecer ocurrió en muchos casos— que lleva a un crecimiento acelerado de los bancos a costa de altos riesgos. Los estímulos que reciban los administradores de los bancos no deben eliminarse, pero deben limitarse, computarse a medio plazo y ser cobrables sólo en un futuro en que el desempeño del banco sea claro. Además, debe evitarse que esos estímulos tengan un mercado secundario en que el administrador pueda venderlos por anticipado.

2. *Efecto externo en los mercados financieros y el sistema monetario internacional*

a) *Se cierra la llave para economías emergentes.* Respecto al efecto de la crisis en los mercados financieros y el sistema monetario internacional, uno de los elementos más notorios lo representa la estrepitosa caída del crédito externo que están sufriendo los países emergentes. Algunas estimaciones indican que el total de crédito por ser recibido por estos países en 2009 puede ser tan sólo 15% del monto correspondiente al año 2007. Sin embargo, es importante considerar que buena parte del crédito recibido en años anteriores fue canalizado a la acumulación de reservas internacionales. Por ello, las economías emergentes no se han visto tan afectadas por la crisis como habría sido el caso con menos reservas en los bancos centrales.

La mayor parte de esas reservas están constituidas por dólares estadounidenses. Dado el monto actual, y previsiblemente por algunos años en el futuro, del gran déficit fiscal de los Estados Unidos, puede pensarse que los que han acumulado dólares en el pasado, como China, podrían cuestionarse dicha estrategia y buscar diversificar sus reservas internacionales en el futuro. Además, en estos momentos los activos en dólares están ofreciendo una tasa de interés muy cercana a 0. En ese sentido, la crisis actual puede llevar a replantear el uso del dólar como la moneda de reserva del mundo. Dicho proceso, de ocurrir, no será sencillo debido a resistencias políticas y problemas prácticos de facturación en el corto plazo.

34 Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes y Guillermo Zamarrita, *Soft Lending and Hard Landing: Related Lending in Mexico*. LACEA, 2001, Montevideo, Uruguay.

Es importante considerar el periodo en que se dio la enorme acumulación de reservas. Hubo algunos años en que los precios de las materias primas habían ido al alza y alcanzado niveles muy altos. Además, fue un periodo en que el crecimiento de la economía mundial había sido muy bueno y en que el dólar estadounidense se apreció frecuentemente. Por último, muchos países querían evitar que sus monedas se apreciaran de manera importante para sostener un modelo de crecimiento basado en las exportaciones. Esta resistencia a dejar flotar libremente a la moneda también trajo como consecuencia una gran acumulación de reservas. Por ello es posible que en un futuro próximo la tendencia vaya en dirección contraria, esto es, que algunos países reduzcan su acervo de reservas internacionales. Por una parte, está la imposibilidad de acumular reservas como antes y, por otra, muchos países siguen con “miedo a la flotación”, pero ahora lo que tratarán de evitar es una depreciación demasiado abrupta o pronunciada de sus monedas.

b) *El incierto futuro del dólar*. El futuro del dólar es incierto. Puede argumentarse que su función central como moneda internacional continuará a pesar de la crisis, debido a que no existe una opción viable en la actualidad. Los Estados Unidos no son el único país que enfrentan una crisis con enormes déficit fiscales. También es el caso de varias naciones europeas, incluyendo el Reino Unido y países de la zona del euro. La economía de Japón tampoco puede caracterizarse como sólida. Cuando la libra esterlina perdió importancia como moneda de reserva, el dólar estadounidense ya estaba tomando el relevo. Aunque en este momento no existe una moneda que pueda relevar al dólar de manera inmediata como moneda de reserva, el euro ha ido aumentando su participación de manera significativa y el relevo se podría estar dando de manera gradual.

En favor del sostenimiento del dólar como moneda de reserva se puede argumentar que no es previsible que los chinos vendan de manera abrupta parte de los bonos estadounidenses que han acumulado, a pesar de no estar recibiendo intereses reales por ellos. Una venta masiva traería consigo un alza en las tasas de interés estadounidenses que implicaría una caída en el precio de dichos bonos (y provocaría una recesión en la economía estadounidense). Por ello, no debe esperarse una acción de este tipo. También hay que considerar que el dólar es una moneda de reserva debido a que por muchos años la economía estadounidense ha sido vista como flexible, eficiente e importante. De hecho, esa percepción está ayudando a los Estados Unidos a superar su crisis con una recesión menor a la esperada y, como resultado, el dólar se

sigue demandando para la liquidación de operaciones internacionales. Por lo contrario, existen argumentos que aducen una pérdida de relevancia significativa del dólar. Los numerosos tratados comerciales que se han firmado entre muchos países pueden llevar a que el dólar pierda parte de su mercado. Esto es, aunque mantendría su lugar como moneda de reserva, ciertos países, como por ejemplo algunos asiáticos, empezarían a liquidar sus operaciones entre ellos en sus propias monedas.

Por otra parte, los Derechos Especiales de Giro (DEG) del Fondo Monetario Internacional pueden constituirse en una buena opción para permitir una acumulación de reservas internacionales cuyo valor sea más estable que en dólares.³⁵ Sin embargo, por restricciones legales que se les han impuesto, los DEG no pueden ser utilizados para liquidar transacciones internacionales del sector privado. En los hechos, sólo representan la unidad contable del FMI, utilizables para realizar ciertas operaciones entre organismos oficiales, sobre todo bancos centrales. Durante el decenio de los setenta del siglo pasado se planteó una discusión de la viabilidad de ampliar el uso y relevancia de los DEG, pues algunos exportadores de petróleo temían el riesgo de acumular demasiados excedentes en dólares. Sin embargo, con la disminución de sus superávits el tema perdió relevancia y no se llegó a ninguna decisión.

c) *La necesidad de ajustes cambiarios.* Entre los problemas del sistema monetario internacional causados por la crisis, uno de los más importantes es que muchos países quieren que sus monedas se deprecien frente al dólar, y de esa manera suavizar su propio ajuste. De hecho, varios países han tenido que comprometerse públicamente a evitar que sus monedas se deprecien. Lo preocupante es que aunque se tienen dichos compromisos, no se tienen los mecanismos que aseguren su cumplimiento. Sin embargo, el problema más grave es que el dólar es la moneda que debe depreciarse, al menos ante otras monedas como sería el yuan chino. Como ello no está ocurriendo, el ajuste de la economía mundial no será tan suave como podría serlo. China tiene una tasa de inversión equivalente a 49% de su PIB, un ahorro interno similar y un superávit en cuenta corriente cercano a 10% del PIB. En la medida que no se permita que esa riqueza recircule por medio del gasto y no se muevan los precios relativos, el ajuste se dará mediante un menor creci-

³⁵ Los DEG es la unidad de cuenta del FMI. Está conformado por una canasta de cuatro divisas: dólar estadounidense (44%), euro (44%), yen japonés (11%) y libra esterlina (11%). Potencialmente es un activo de reserva internacional, aunque su uso en dicho sentido es limitado.

miento mundial. Otro problema grave es el exceso de capacidad instalada en muchos países, lo que también traerá graves problemas en términos de ajuste.

Los desequilibrios globales no se van a resolver por medio de políticas monetarias, sino por ajustes cambiarios que requieren voluntad política. La volatilidad en los mercados cambiarios, que muchos países no van a poder controlar, va a crear problemas políticos. Por ello, esa volatilidad puede llevar a que se construya un nuevo sistema monetario internacional, con un esquema como puede ser un Bretton Woods II. En repetidas ocasiones se ha hablado de esta posibilidad, cuando en el pasado han estallado crisis internacionales. La gravedad de la crisis financiera global actual justifica, de seguir o empeorar los problemas internacionales, intentar forjar un acuerdo global de esa envergadura que se vislumbra como una posibilidad real.

d) *Regulación financiera internacional, ¿una utopía?* A nivel internacional es fundamental hablar de coordinación, pero no sólo en términos de política macroeconómica, sino de regulación financiera. México es un caso con el que se puede ejemplificar lo anterior. Al detonar la crisis estadounidense los bancos mexicanos no tenían un problema de exposición a los fondos de inversión fallidos que no contaban con garantías (activos tóxicos). Debido a la existencia de vasos comunicantes como el anteriormente expuesto, es necesaria una mayor coordinación internacional en la regulación, considerando la integración financiera que ya existe. Por otra parte, lograr semejante coordinación quizá no sea posible dada la ausencia de mecanismos que pueden ser efectivos. Con todo, lo que está sucediendo en otros países debe ser tomado en cuenta, sobre todo cuando se trata de los más grandes. En ese sentido, al menos la regulación nacional debe ampliar considerablemente su horizonte internacional.

III. EL RESCATE BANCARIO Y FINANCIERO

En esta sección el grupo de expertos analiza los rescates que los gobiernos de México y los Estados Unidos hicieron de sus respectivos sistemas bancarios durante las crisis experimentadas en 1995 y 2008, respectivamente. La sección se divide en dos: *i*) el rescate mexicano y *ii*) el rescate estadounidense. Para cada caso se describen brevemente las medidas adoptadas por los gobiernos mexicano y estadounidense, seguidas de las opiniones del grupo de expertos respecto a la calidad de los rescates.

1. *El rescate del sistema bancario mexicano*

a) *Las medidas adoptadas.* Una de las prioridades del gobierno mexicano durante las primeras semanas de 1995 fue evitar una moratoria en el pago de la deuda pública y privada en divisas. Se estima que durante ese año tenían que pagarse, o refinanciarse, vencimientos por más de 50 mil millones de dólares. De ese total, los Tesobonos (denominados en dólares y pagaderos en pesos) representaban cerca de 60%, y más de la mitad de ese porcentaje (16.1 mil millones) eran adeudados a extranjeros.

Ante la posibilidad de una suspensión de pagos y el riesgo de contagio por el llamado “efecto tequila”, el gobierno de los Estados Unidos decidió encabezar el apoyo financiero a México. El paquete de recursos disponibles para el país alcanzó un monto de 50 537 millones de dólares y se conformó con las aportaciones del Tesoro de los Estados Unidos, del Fondo Monetario Internacional (FMI), del Banco de Pagos Internacionales (BPI), del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y del Banco Mundial (BIRF).³⁶ Ello permitió al Banco de México inyectar grandes cantidades de dólares a los bancos para que pudieran atender sus necesidades y compromisos en esa moneda. El gobierno mexicano inició la recapitalización de la banca comercial por medio del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa), institución de seguro de depósitos establecida en julio de 1990) y financiado posteriormente por el gobierno. Las acciones del Fobaproa se canalizaron principalmente mediante el Programa de Capitalización Temporal (Procapte) y del Programa de Capitalización y Compra de Cartera (PCCC).

El Procapte consistió en la suscripción de títulos a cinco años emitidos por los bancos con problemas de capitalización y computables para cumplir el capital regulatorio. Cada uno de los seis bancos recibió recursos suficientes para alcanzar un coeficiente de capitalización contable (porcentaje de capital contable respecto a los activos totales del banco) de cuando menos 9%. Los títulos eran convertibles obligatoriamente en acciones ordinarias si el emisor no cumplía determinadas condiciones encaminadas a su saneamiento, lo cual suponía un buen instrumento de intervención, que no se utilizó en todos los casos porque podría poner en riesgo el fondeo del exterior a los bancos que participaron en el Procapte.

³⁶ El total de recursos estaba conformado de la siguiente manera: 20 mil millones del Fondo de Estabilización de la Reserva Federal y del Tesoro de Estados Unidos. 17 750 millones del FMI, 10 mil millones del Banco de Pagos Internacionales y 2 787 millones del Banco Mundial y BID. Secretaría de Hacienda y Crédito Público, *Cuenta de la Hacienda Pública Federal 1995*.

A través del PCCC, el Fobaproa compró cartera de baja calidad de los bancos a un valor superior al de mercado en ese momento, y en proporción de dos a uno respecto al capital que inyectaran los accionistas que conservaban la propiedad y el gobierno del banco. El PCCC se instrumentó mediante la aportación de pagarés emitidos por el Fobaproa a cupón 0 (los intereses se capitalizaban trimestralmente), no negociables y con vencimiento a 10 años.³⁷ La operación preveía que el banco asumiera 25% de las pérdidas resultantes de la liquidación de los activos. Además, se instrumentó un acuerdo de urgencia entre la banca y los deudores con el fin de reestructurar los débitos y disminuir los riesgos de la cartera vencida. Los costos de este ajuste fueron repartidos entre la banca, el gobierno y los deudores por medio del Acuerdo de Apoyo Inmediato para Deudores de la Banca (ADE). También se instituyó un seguro implícito de depósitos que protegía el 100% de los mismos. A partir de 1998, cuando el Fobaproa fue sustituido por el Instituto para la Protección del Ahorro Bancario (IPAB), el seguro de depósito se redujo gradualmente hasta alcanzar un límite máximo de protección de 400 mil udis en enero de 2005.³⁸

Finalmente, en lo que respecta a la supervisión, se establecieron normas contables que tenían como referencia las US GAAP y se mejoraron de manera significativa las técnicas de inspección *in situ*. Asimismo, se estableció una norma general en materia de provisiones, que deberían alcanzar determinados niveles mínimos en relación con el total de créditos vencidos y de la cartera total. Sin embargo, ante la naturaleza sistémica de la crisis, se siguió una política de tolerancia (*forbearance*) en el cumplimiento de las nuevas normas.³⁹ Como consecuencia, los estados contables de los bancos, en una primera etapa, no siempre reflejaban su situación real.

b) *Análisis del rescate*. Los expertos consideran que uno de los grandes éxitos del rescate fue evitar el pánico y la retirada masiva de depósitos del sistema bancario. La inyección de dólares permitió que los bancos no cayeran en una moratoria con sus acreedores extranjeros. Gracias al Procapte, algunos bancos pudieron alcanzar el capital regulatorio y el gobierno ganó

³⁷ Los bonos cupón 0 pagan intereses, pero éstos se entregan al vencimiento del bono, junto con el capital.

³⁸ La unidad de inversión udi es una unidad de cuenta de valor real constante, en la que pueden denominarse tanto títulos de crédito, excepto cheques y en general contratos mercantiles u otros actos de comercio. Su valor lo publica diariamente el Banco de México en el *Diario Oficial de la Federación* (<http://www.cnbv.gob.mx/recursos/Glosario1U.htm>) (02/09/2009).

³⁹ Concepto comúnmente utilizado en el marco de las hipotecas en que se llega a un acuerdo entre el prestador y el prestamista para retrasar los pagos.

tiempo para verificar la situación de las entidades antes de venderlas, o bien asumir el control de las que lo requerían. Hay que advertir que, a pesar de los defectos que pudieron existir en los mecanismos aplicados al final del proceso, los bancos fueron saneados y por último vendidos, dando paso en años subsecuentes a una banca sólida, con una considerable mejora en los mecanismos de regulación y supervisión. Sin embargo, las medidas aplicadas por el gobierno mexicano plantean una serie de interrogantes que fueron discutidos por los expertos:

i) *El costo del rescate y los beneficiarios.* ¿Se podría haber reducido el costo del rescate exigiendo a los dueños de los bancos su recapitalización total o una proporción mucho mayor de la que se pactó? Es necesario analizar si el trato que recibieron los banqueros fue favorable. Hay que considerar que, aunque la imputación final a los dueños de las pérdidas resultantes de la liquidación de los activos adquiridos por Fobaproa se fijó en 25%, los beneficiarios del precio pagado por los compradores en la adquisición de algunos bancos saneados fueron estos mismos dueños, bajo cuya égida se había producido el mal manejo que precedió a la crisis.

La mayoría de los especialistas coincidieron en que el trato a los accionistas y directivos de los bancos fue generoso. El hecho de que se les permitiera seguir al frente de los bancos y ser beneficiarios directos de su venta podría resultar injusto al considerar su responsabilidad en el mal manejo de los bancos. Otros consideraron que si el gobierno tomaba las acciones de los bancos para constituirse en dueño, los acreedores extranjeros podrían exigir el pago inmediato, lo cual no podría ser afrontado por el gobierno, lo que a su vez llevaría a una suspensión de pagos.

Sin embargo, los expertos también argumentaron que las decisiones del gobierno deben ser evaluadas en el contexto de la crisis. Para las autoridades la normalización de la actividad bancaria y la protección de los intereses de los ahorradores eran prioritarias. Además, era necesario evitar un retiro masivo de los depósitos y posponer las exigencias de pago por parte de otros acreedores. En la mesa de discusión se reconoció que en 1995 no existía el interés de inversionistas mexicanos o extranjeros por adquirir los bancos. El múltiplo de dos por uno (dos pesos de activos comprados por el gobierno por cada peso de accionistas añadido al capital) fue el que consideraron las autoridades como viable para atraer capital por parte de los accionistas. Con rigurosas reglas contables internacionales, el banco mexicano más solvente habría contabilizado pérdidas contables al menos 2.5 veces su capital. Sin

embargo, con apoyo gubernamental parecía posible mantener el interés de invertir en una franquicia bancaria que, en el caso de las instituciones más grandes, contaban con un segmento importante del mercado.⁴⁰

Una de las opciones a un programa de capitalización compartido con accionistas era nacionalizar los bancos. Algunos especialistas coincidieron en que una nacionalización habría permitido a los acreedores extranjeros exigir el pago anticipado de los créditos, y que dada la carencia de divisas la única salida habría sido una moratoria, con repercusiones negativas como la cancelación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte. El Estado mexicano no estaba en condiciones de garantizar nada a los acreedores, ni el Banco de México tenía suficientes reservas internacionales. Para algunos participantes, a pesar de los riesgos potenciales, el programa de capitalización elegido resultó en beneficios excesivos para algunos de los accionistas⁴¹ y en el costo para el país estimado en alrededor de 19.3% del PIB.⁴² A pesar de inyectar dos pesos por cada uno de los accionistas, el gobierno mexicano no obtuvo ningún tipo de garantía o compromiso de repago por las razones ya expuestas.

La comparación con el rescate de Citigroup en noviembre de 2008 ilustra las dificultades que afrontan los gobiernos en una situación de crisis sistémica: el gobierno estadounidense no le exigió a los accionistas inyectar nuevo capital, y aseguró pérdidas por 406 mil millones de dólares, de los cuales Citigroup absorberá los primeros 29 mil millones de dólares (más 10% adicional por una exposición máxima total por 56 700 millones de dólares). A cambio del rescate, Citigroup reducirá sus dividendos trimestrales de 16 a 1 centavo por acción y no podrá incrementarlos sin previo consentimiento del gobierno. Si bien es cierto que el Tesoro y la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) recibirán 27 mil millones de dólares en acciones preferenciales, el gobierno estadounidense únicamente ha recibido garantías para comprar 2 700 millones de dólares en acciones comunes a un precio unitario de 10.61 dólares, cuando el precio establecido de mercado está muy por debajo de esa cifra.⁴³

⁴⁰ Como resultado de la crisis, 14 de los 18 bancos cambiaron los accionistas. Sólo cuatro bancos permanecieron en manos de los accionistas originales: Banamex, Bancomer, Banorte y Bital.

⁴¹ Por definición, cualquier rescate financiero termina por beneficiar a algunos de los accionistas, a menos que pierdan todas sus acciones.

⁴² La estimación del costo como proporción del PIB fue tomado de Laeven, Luc y Fabian Valencia, "Systemic Banking Crises: A New Database", IMF Working Paper WP/08/224, 2008, p. 43.

⁴³ Reuters, "Citigroup Gets Massive Government Bailout", 24 de noviembre de 2008 (disponible en <http://www.reuters.com/article/topNews/idUSTRE4AJ45G20081124?pageNumber=1&virtualBrandChannel=0>) (15/09/2009).

ii) *Fobraproa como instrumento de saneamiento*. ¿Fueron los pagarés Fobaproa un buen instrumento de saneamiento? Por sus características, éstos no proporcionaban flujos que eran necesarios para mantener la liquidez de los bancos y permitirles conceder nuevos créditos, pues no había fondos para México. Es importante analizar si este mecanismo financiero contribuyó a que el crédito de la banca comercial fuera descendiendo mucho desde 1995 hasta 2003-2004, momento en que toca fondo y empieza a recuperarse.

Los bancos operaron durante un tiempo significativo en quiebra. Para el gobierno, la solución disponible era proporcionar liquidez a la banca para que ésta pudiera liquidar deudas que vencían en moneda extranjera, y de capital no líquido para rellenar los enormes boquetes financieros. Esto, a la vez que se enviaba la señal a los mercados de que se estaba fortaleciendo al sistema. Los expertos coinciden en que los pagarés Fobaproa no eran el instrumento ideal, pero también reconocen que no era posible fiscalmente aplicar otras opciones.

iii) *Tolerancia regulatoria*. ¿Fue adecuado o excesivo el uso de la tolerancia regulatoria por parte de las autoridades financieras para permitir a los bancos que se recuperaran? No es posible saber con exactitud si el uso de la tolerancia regulatoria fue excesivo, ya que aumentó el tamaño de las pérdidas no afloradas y el costo del rescate. Pero debe pensarse en sus aspectos positivos. En efecto, entre 1997 y 2007, varios indicadores han mostrado una mejora considerable en relación con otros países. Una transición abrupta a estándares internacionales de regulación y supervisión podría haber causado la quiebra del sistema. Sin tolerancia regulatoria, los bancos se habrían visto obligados a vender sus activos disponibles a precios castigados, empeorando su situación y además deprimiendo más el precio de los activos en general.

iv) *Discrecionalidad y transparencia*. ¿Actuó el gobierno con excesiva discrecionalidad emitiendo deuda pública clasificada como contingente para capitalizar los bancos, aprovechando que la ley le permitía hacerlo sin mediar autorización del Congreso? ¿Por qué no se transparentaron más las operaciones del gobierno respecto a la recapitalización de los bancos para informar lo más posible a partidos políticos y el público en general?

Se coincide en que la discrecionalidad en el manejo de la crisis fue la causa principal del malestar general. En cuanto al PCCC, en el que los accionistas originales aportaron un peso por cada dos que el Fobaproa aportó en la compra de cartera, las reglas fueron las mismas para los bancos participantes. Pero en los procesos de saneamiento, en que los accionistas originales per-

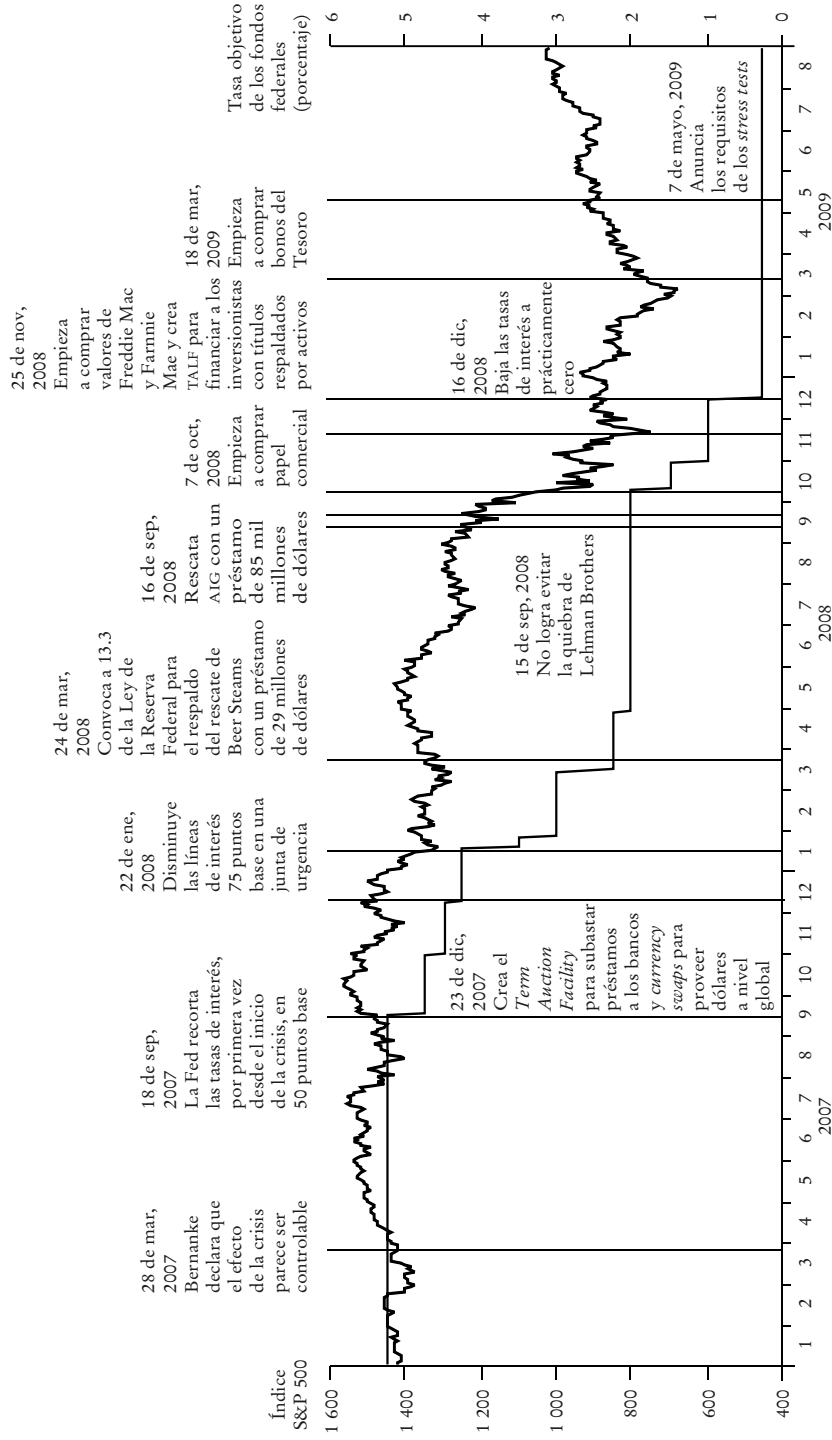
dían el control, el gobierno actuó con discrecionalidad al emitir los pagarés Fobaproa como deuda contingente, dependiendo de cada caso. Para varios panelistas, la discrecionalidad generó malestar y suspicacia. Respecto a la transparencia, en la mesa de discusión se reconoció que una acción del gobierno mexicano anunciando que casi todos los bancos estaban quebrados podría haber provocado un retiro masivo de depósitos, y muy probablemente un corte generalizado en las líneas de fondos por parte de bancos extranjeros. Respecto a la transparencia *ex post*, esto es, las explicaciones acerca de acciones realizadas previamente, algunos expertos consideran que el ambiente político vivido a partir de 1998 hizo prácticamente imposible que la información presentada por el gobierno fuera analizada con objetividad. Sin embargo, la percepción general es que las explicaciones del gobierno fueron insuficientes, lo que aumentó la suspicacia.

2. *El rescate del sistema bancario estadounidense*

a) *Las medidas adoptadas.* Tras el colapso del mercado inmobiliario y de las hipotecas *subprime* en agosto de 2007, el gobierno llevó a cabo distintas medidas para hacer frente a un problema sistémico cuyo alcance y profundidad se desconocían entonces. La Reserva Federal (Fed) inyectó liquidez al sistema en montos crecientes y en condiciones de tasa, plazos y garantías cada vez más favorables. Con esto se buscaba evitar la paralización del sistema financiero y el colapso de los mercados mayoristas de crédito. El gobierno estadounidense identificó que tanto los bancos comerciales más importantes como cerca de 200 entidades de menor tamaño tenían ya graves problemas de insolvencia. Además, buena parte de los bancos de inversión y las cuatro grandes compañías de seguros se encontraban en la misma situación.

i) *Medidas del gobierno de Bush.* El gobierno reconoció la necesidad de aplicar medidas distintas de las tradicionales. Primero, la Fed asumió activos malos de Bear Sterns por 29 mil millones de dólares para conseguir que J.P. Morgan lo adquiriera. A este rescate siguieron otras operaciones como el rescate de la aseguradora AIG y la nacionalización de Fannie Mae y Freddie Mac, cuya insolvencia venía haciéndose evidente desde tiempo atrás. Por su parte, la FDIC inició trámites para declarar la quiebra de bancos menos relevantes. Al mismo tiempo se adoptaron medidas (*mortgage loan modification*) para mitigar el costo para los deudores hipotecarios y evitar un colapso aún mayor en el sector inmobiliario.

GRÁFICA 9. *Cronología de la crisis estadounidense*



FUENTE: Financial Times “Bernanke Will Reach Out to Critics”, 26 de agosto de 2009 (<http://www.ft.com/cms/s/0/10724290-91a7-11de-879d-00144fca8dc0>, dwp_uid=4034778a-37aa-11dd-aabb-0000779fd2ac.html?nclink_check=1H).

No obstante lo anterior, en septiembre de 2008 el gobierno decidió no rescatar a Lehman Brothers, enviando así el mensaje de que no existen bancos demasiado grandes o importantes (*too big to fail*) como para no ser cerrados. Como resultado de esta acción se generó un pánico mundial que obligó a los Estados Unidos a tomar medidas más severas y a reconocer que ya no permitiría la quiebra de ninguna institución "*too big to fail*". Se incrementó el límite de depósitos garantizados de 100 mil a 250 mil dólares. También se creó el Troubled Asset Relief Program (TARP) con un fondo aprobado por el Congreso de 700 mil millones de dólares. El TARP se aplicó de inmediato a los nueve bancos más grandes (por ser demasiado grandes para dejarlos quebrar) mediante la suscripción de acciones preferentes con remuneración fija, sin pedir nuevo capital a los accionistas. Además, el gobierno aceptó e impulsó las adquisiciones de unos bancos por otros. Wachovia, por ejemplo, fue adquirido por Wells Fargo después de que el también insolvente Citigroup tratara de adquirirlo (Wells Fargo también necesitó apoyo del TARP). Bank of America compró al insolvente Merrill Lynch, no obstante que, junto con Citigroup, más tarde requeriría una aportación muy grande de capital por parte del gobierno, así como avales por cantidades muy altas en garantía de activos tóxicos, que se otorgaron sin que se diera el cambio de control ni aportación de capital adicional por parte de los accionistas.

ii) *Medidas del gobierno de Obama.* A inicios del gobierno del presidente Obama se adoptó una política de tolerancia regulatoria (*forbearance*) en diversos ámbitos, entre los que destaca la evaluación de los valores/títulos con garantías hipotecarias (*mortgage-backed securities*). Además, se dispensó a las entidades de aplicar el principio de la evaluación de un instrumento financiero con base en precios corrientes de mercado (*mark to market*) para sustituirlo por la evaluación del instrumento con base en modelos financieros (*mark to model*). Muy posteriormente el gobierno también aplicó la evaluación del capital para determinar si existen amortiguadores suficientes para soportar una recesión (*stress tests*). Con ellos se intentaba obtener un diagnóstico de las necesidades de capital del sistema. Como resultado, se concluyó que nueve de los 19 bancos más grandes necesitaban un capital superior que con el que contaban (Citigroup y Bank of America, entre ellos). El volumen de capital nuevo para las nueve entidades quedó reducido a 75 mil millones de dólares, después de una negociación con los bancos. De manera paralela, la Fed ha seguido dotando de liquidez a los bancos y a los mercados por dos vías diferentes: apoyo a los bancos a tasas próximas a 0 y

compra, con asunción de riesgo, de titulaciones hipotecarias y papel comercial.⁴⁴

b) *Análisis del rescate*. El grupo de especialistas consideró que uno de los grandes éxitos del rescate fue evitar el pánico y que incluso revirtió la tendencia en los mercados de capitales. El gobierno mostró gran capacidad de reacción, a pesar de sustentarse en un diagnóstico inicial equivocado y de tener fallas de coordinación entre los diferentes reguladores. Aunque haya sido aplicando medidas de “prueba y error”, se logró evitar un grave colapso del sistema financiero.⁴⁵ Sin embargo, los expertos plantearon y discutieron una serie de interrogantes en torno al manejo del rescate:

i) *Eficacia de los diagnósticos*. Una supervisión basada en procedimientos analíticos y en los dictámenes de los organismos calificadoros resultó ineficaz e incluso contraproducente para prevenir la crisis. En el caso de los organismos calificadoros, claramente existe un conflicto de interés, ya que al mismo tiempo que ofrecían asesorías a los bancos sobre cómo manejarse, los calificaban. Por tanto, surge el interrogante de si los diagnósticos disponibles son útiles para el saneamiento del sistema. En el mismo sentido, el grupo de expertos se pregunta si los *stress test* pueden asegurar por sí una supervisión eficaz y diagnósticos realistas, ya que fueron realizados con panoramas relativamente optimistas y asumiendo como referencia la capitalización baja. También es necesario esclarecer si el deseo actual de algunos bancos de devolver parte de los apoyos de capital provenientes del TARP es consecuencia de estimaciones gubernamentales basadas en datos no válidos, o simplemente se trata de un intento de los bancos para librarse de las limitaciones en materia de dividendos y de compensación a los directivos.

El grupo de expertos consideró que la improvisación en las acciones del gobierno demostró la carencia de diagnósticos adecuados y precisos del problema. Los efectos de la quiebra de Lehman Brothers son una muestra de las consecuencias de no contar con un diagnóstico correcto. El deseo de demostrar que no había instituciones grandes que no pudieran quebrar representó un alto costo, ya que a partir de entonces, para reducir la incertidumbre en

⁴⁴ Véase pormenores de las acciones específicas emprendidas por la Fed desde el inicio de la crisis en el discurso del presidente del Consejo de la Fed, Ben S. Bernanke, durante el Simposium Anual de Economía de la Fed, celebrado en el Banco de la Reserva Federal de Kansas City el 21 de agosto de 2009 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090821a.htm#f5>) (14/09/2009).

⁴⁵ Un buen ejemplo de la aplicación de medidas de “prueba y error” son las 10 veces que el Federal Open Market Committee de la Fed redujo la tasa de fondos federales entre septiembre de 2007 y diciembre de 2008. Durante ese periodo se pasó de una tasa de 5.25 a 0% (véase <http://www.the-fomc.com/rates.html#fomc>) (04/11/2009).

los mercados, dichas instituciones se convirtieron, *de facto*, en *too big to fail*. Inclusive los diagnósticos (*stress tests*) posteriores al colapso de Lehman Brothers resultan inadecuados por las razones antes mencionadas.

ii) *Tolerancia regulatoria*. Es necesario identificar si la dilución del criterio *mark to market* y la tolerancia de ciertas prácticas contables contribuyen a generar diagnósticos optimistas y a hacer insuficiente la recapitalización sustantiva de los bancos. Si buena parte de la recuperación de los bancos se debe a dicha tolerancia un panorama posible es un gran ajuste posterior de los mercados.

Los expertos consideraron, en su mayoría, que la relajación en los requerimientos contables es aceptable cuando se tiene una crisis, pero no se debe permitir que dicha relajación debilite más al sistema financiero. Idealmente, la tolerancia regulatoria sólo puede considerarse cuando la situación económica y de las entidades está mejorando. Si está empeorando, el agravamiento de las pérdidas no afloradas aumentará el costo último del rescate. Se destacó que en el caso estadounidense la tolerancia regulatoria se explica en gran parte por el colapso de Lehman Brothers. Las autoridades no esperaban el pánico y congelamiento de los mercados de crédito. Por eso, para evitar situaciones similares, se otorgó dicha flexibilidad a otros gigantes en peligro, como Citigroup o Bank of America. La tolerancia, en ese sentido, tiene un objetivo claro: ganar tiempo. Es importante comprobar si los activos que han perdido gran parte de su valor puedan recuperarse, a la vez que los bancos generen utilidades que les permita reconstruir su capital, además de que otros inversionistas se arriesguen a invertir capital en el banco. De lo contrario habría que reconocer que muchos bancos están quebrados, con un capital insuficiente para afrontar sus pérdidas y proceder a su saneamiento.

La tolerancia regulatoria “oculta” las pérdidas, que de ser reconocidas públicamente podrían causar pánico en una crisis sistémica. Pero obligaría al saneamiento realista de los bancos, mediante nacionalizaciones parciales o compra de activos dañados por un ente público. Se argumenta que no existen, en los hechos, recursos suficientes para sanear a entidades que se han convertido en “monstruos” financieros mundiales. La tolerancia regulatoria también se defiende porque, más allá de permitir un *mark to model* en lugar de un *mark to market*, en muchos casos se trata de activos complicados, que nadie sabe evaluar, y que nadie quiere adquirir. La tolerancia permite a los bancos conservar estos activos sin que tengan una presión para venderlos a un precio muy castigado, o evitando así utilizar recursos para provisio-

nes contra pérdidas. Pero cabe preguntarse si el escaso valor de aquellos activos se debe a la situación del mercado o al carácter irrecuperable de buena parte de ellos.

Por otro lado, el grupo de expertos utilizó la experiencia de Japón para exponer el riesgo de la tolerancia. En ese caso, por muchos años los bancos mantuvieron en sus libros activos sin reconocer las pérdidas correspondientes. No había mercado para dichos activos, que de ser evaluados de manera estricta habrían tenido escaso valor. Sin embargo, las tasas de interés cercanas a 0 permitieron “ocultar” esas pérdidas. Por años la economía japonesa presentó un estancamiento en términos de crecimiento, a la vez que contaba con un sistema financiero disfuncional y muy frágil. Como resultado, Japón ha alcanzado una deuda pública que representa alrededor de 200% del PIB. Debido a lo anterior, los especialistas consideraron que uno de los grandes peligros de la tolerancia regulatoria es que los Estados Unidos sigan los pasos de Japón, haciendo que el costo de restaurar la solidez del sistema financiero sea mucho mayor. Por tanto, es necesario desarrollar lo antes posible los mecanismos de supervisión y regulación que sustituyan a la tolerancia regulatoria.

iii) *Inyecciones de liquidez*. Habría que cuestionarse si las inyecciones masivas de liquidez, ya que al otorgarse de manera indiscriminada y durante largo periodo podrían estar perpetuando, y agravando, situaciones de insolvencia oculta. Si podrían haber creado, también, un gran problema de riesgo moral, mientras mantienen el excesivo apalancamiento que ya existía anteriormente, en vez de impulsar el ajuste necesario. Cuando estos apoyos se reduzcan y se incrementen sus tasas, pueden presentarse problemas como un freno al crédito. Por lo contrario, si se mantienen indefinidamente, existe el peligro de nuevas burbujas. Además, es posible que la liquidez proporcionada en abundancia haya facilitado las devoluciones de capital del programa TARP por parte de algunos bancos. Si este fuera el caso, cabe pregunta si se está reforzando el capital o la liquidez.

El grupo de expertos expresó dudas respecto al proceso de saneamiento que ha seguido el gobierno estadounidense. Las inyecciones masivas de liquidez sin duda han sido exitosas para calmar los mercados y mantener el crédito interbancario. A diferencia de una crisis bancaria como la ocurrida en la Gran Depresión, el peligro no radica sólo en la posibilidad de un retiro masivo de depósitos por parte de ahorradores (dado que existe un seguro de depósitos), sino en el corte del fondeo por parte de otras instituciones finan-

cieras. Un corte del fondeo podría llevar a un banco a una venta rápida, y a precios muy castigados, de sus activos. En ese sentido, el otorgamiento de liquidez en grandes cantidades masivas dio los resultados esperados. Sin embargo, parece que las autoridades siguen sin conocer con exactitud el estado que guardan los bancos. De las acciones gubernamentales se infiere que la prioridad ha sido asegurar la liquidez del sistema, pero no se han resuelto forzosamente los problemas de fondo, lo cual tomará tiempo. La fórmula para enfrentar el pánico fue correcta, pero no parece sostenible en el largo plazo. El capital de los bancos es insuficiente y no permite sustentar el impresionante cambio de expectativas que se ha experimentado en meses recientes. La abundante liquidez puede estar ocultando, y en dado caso empeorando, problemas de solvencia. En opinión del panel de expertos, la consolidación del capital de los bancos debe ser prioritaria. Hay tres pruebas fundamentales que mostrarán si la crisis bancaria ha sido superada: aumento en el capital sustantivo, incremento del crédito, crecimiento de la economía, reducción del desempleo y un aumento del consumo.

iv) *Consejos y equipos directivos*. En la mayoría de los bancos rescatados se mantuvieron prácticamente intactos los consejos y equipos directivos. Se trataba de salvar el sistema, pero es cuestionable que esto se haya hecho sin sustituir y/o a quienes causaron la crisis. Además, es al menos presumible pensar que los mismos protagonistas tenderán a justificar sus prácticas anteriores que podrían repetir los problemas que originaron.

Existen diferencias de opinión entre los especialistas respecto a la permanencia de los equipos directivos al frente de los bancos una vez que estos han sido rescatados con dinero público. Para algunos expertos, a pesar de sus fallas, los directivos a cargo del banco están familiarizados con sus acciones, estrategias, contratos, carteras y clientes. Además, en bancos de gran tamaño se puede cambiar a ciertas personas que están en la cúspide gerencial, pero los numerosos cargos inferiores, que también detentan responsabilidades, seguirían siendo ocupados por las mismas personas. Otros expertos consideraron que, en caso de que se mantengan los mismos equipos directivos, éstos tendrán el incentivo de negar sus errores, no corregirlos y mantener políticas semejantes a las que originaron la crisis. Además, mantenerlos en sus cargos enviará la señal errónea de que una mala gestión se premia. En países como los Estados Unidos existe abundante capital humano y, a diferencia de otros países, no puede aducirse que no existen sustitutos potenciales.

CONCLUSIONES

Las similitudes y diferencias entre las crisis bancarias de México y los Estados Unidos y su tratamiento por las respectivas autoridades permiten inferir conclusiones y recomendaciones útiles para los gobiernos de economías desarrolladas y emergentes. Las lecciones extraídas por el grupo de trabajo proporcionan elementos que permitirán prevenir o, al menos, enfrentar con mayor éxito una crisis financiera.

1. Diferencias y similitudes

Cabe señalar algunas diferencias básicas que existieron entre las dos crisis financieras. La crisis mexicana no se convirtió en una crisis global como la causada por la estadounidense con la difusión internacional de productos financieros elaborados, opacos y de alto riesgo, aunque generó un contagio con efectos negativos en otros países, particularmente en Argentina (donde ocurrió una gran corrida especulativa). Una segunda diferencia se refiere al negocio básico de las bancas. En el caso mexicano el negocio se concentraba en el crédito, susceptible de la valoración individual, mientras que en el caso estadounidense la mayoría del negocio se concentraba en títulos de valores (principalmente en titularizaciones de crédito), difíciles de evaluar individualmente y sujetos a la evaluación discutible de los organismos calificadoros. En tercer lugar, destacan las diferencias en las fallas de regulación y supervisión. En el caso mexicano, éstas eran simplemente insuficientes, mientras que en el caso estadounidense, además de ser insuficientes, resultaron ineficaces por la gran presión doctrinal, política y de grupos de interés en favor de la autorregulación.

En lo que se refiere a las similitudes, las dos crisis se gestaron en el tiempo y se desencadenaron a raíz de elementos macroeconómicos: la devaluación del peso mexicano y el colapso inmobiliario estadounidense. Asimismo, en ambos casos una de las causas de la crisis fue el exceso de liquidez en los mercados. Con éste se dio una expansión crediticia excesiva y un relajamiento en el análisis de riesgos y en el cobro de los créditos. La falta de transparencia en los estados contables de los bancos también se encuentra presente en los dos casos, como por ejemplo la no consolidación de riesgos. Por otra parte, es importante destacar que en ninguno de los dos casos se produjo una amortización total del capital de los bancos insolventes que eliminara a los accionistas. En el caso mexicano, sólo los accionistas de los dos

bancos más grandes y uno mediano se mantuvieron como propietarios. En los Estados Unidos, no se benefició a los accionistas en los pocos bancos que se nacionalizaron o se vendieron a precios no distorsionados. Finalmente, hay que hacer notar el papel negativo que desempeñaron ciertos banqueros de inversión. En el caso estadounidense fueron causantes de los productos tóxicos. Además, influyeron en la configuración de medidas de rescate no siempre rigurosas. En cuanto a México, dichos banqueros demostraron escasa pericia en el manejo de los bancos comerciales que adquirieron cuando estos fueron privatizados.

2. *Medidas preventivas*

Los expertos coincidieron en que deben incrementarse los requerimientos de capital básico (*core capital*), en particular los aplicables a los bancos más grandes y con mayor riesgo de enfrentar problemas. En este sentido, se señala que es fundamental aumentar el auténtico capital económico, en contraste con el resto de los elementos incluidos en las regulaciones llamadas Tier 1 y Tier 2.⁴⁶ También se sugiere que deben aumentar las exigencias mínimas de capital para cubrir conceptos nuevos, como titularizaciones y la cartera de negocios. Por otra parte, se concluye que el capital debe ser proporcional, como es práctica internacional, al riesgo subyacente en el activo. Este riesgo no debe medirse por modelos teóricos que, si bien pueden ser un instrumento útil, deben ser sustituidos por una supervisión directa. En todo caso, los modelos preconizados por Basilea II deben ser modificados porque, de hecho, llevaron a una reducción de las exigencias de capital y no evitaron la crisis. No obstante lo anterior, se señala que debido a las características y dinámica del mercado, es difícil que el supervisor tenga la capacidad de anticiparse a los nuevos instrumentos, ingredientes y procesos en el mercado. Para ello, los expertos plantean que es indispensable contar con información; esto es, conocer el comportamiento de indicadores en casos de deuda, de crisis cambiaria, etc.

⁴⁶ El Primer Acuerdo de Capital definió en primer término el “capital básico” (*core capital*) en la forma de capital accionario y reservas declaradas. Este capital representa la aportación patrimonial de los accionistas y permite cubrir pérdidas inesperadas de manera inmediata y sin restricciones. Si del “capital básico” se restan las deducciones de activos que se señalan líneas abajo, se obtiene el nivel 1 de capital regulatorio (Tier 1 capital). Los componentes del capital complementario son reservas no declaradas, reservas de revalorización de activos, provisiones generales por riesgo de crédito, deuda subordinada y otros instrumentos híbridos de deuda/capital. Si del “capital complementario” se restan las deducciones de activos que se señalan líneas abajo se obtiene el nivel 2 de capital regulatorio (Tier 2 capital).

El grupo de trabajo propone restablecer una proporción de apalancamiento (*gearing ratio*) que relacione el capital con el tamaño total del saldo. Esta norma se ha mantenido en los Estados Unidos, aunque no considera a los SIV (*Structured Investment Vehicle*). Por ello, el tratamiento adecuado de las partidas fuera de equilibrio y la contabilidad consolidada de las entidades —matriz y filiales— deberían evitar la sobreextensión o descapitalización, que está en el fondo de muchas crisis. Los límites a la concentración de riesgos con un deudor o grupo de deudores están regulados en prácticamente todas las normativas internacionales. Sin embargo, el grupo de trabajo propone que también debería considerarse establecer límites a la concentración por sectores económicos, por ejemplo, sector inmobiliario. Una de las maneras de regularlo podría ser imponiendo capitales superiores a los establecidos una vez que los riesgos rebasen determinado límite. Asimismo, los derivados y productos estructurados deben ser sometidos a la aprobación de la entidad responsable de la regulación de los valores (criba normativa). Un incentivo por mejorar la calidad de estos productos es que el emisor retenga por norma un porcentaje razonable del riesgo.

Por otra parte, del análisis se infiere que debe regularse toda la actividad que por sus acciones o inacción pueda poner en peligro el sistema de pagos, la seguridad de los depósitos o de los suscriptores de seguro, o que pueda causar grandes trastornos fiscales, monetarios o cambiarios. Entre estas actividades se debe incluir a los auditores externos y a los organismos calificadores o evaluadores (*rating agencies*), entidades que, por acción u omisión —por conflictos de interés—, pueden inducir grandes trastornos en los mercados. Igualmente, deben regularse los fondos de inversión, los *hedge funds*, etc., tanto por el riesgo que suponen para el sistema, como para evitar el arbitraje regulatorio entre las entidades reguladas y las no reguladas. Se sugiere incluso que, en caso de que la regulación de ciertas instituciones e instrumentos no sea posible o aconsejable, debe reducirse el ámbito no regulado, para evitar el arbitraje regulatorio que permite a los financieros crear entidades o instrumentos fuera de la jurisdicción regulada.

Si bien se señala que los bancos o instituciones que son demasiado grandes para que se pueda permitir su quiebra (*too big to fail*) no son compatibles con la libre competencia de las empresas privadas, tampoco lo son los bancos del Estado. Su existencia y desarrollo suele imponerse por razones políticas o como cauce de financiación a destinatarios desatendidos por las entidades privadas. Por tanto, el grupo de trabajo concluye que estas insti-

tuciones deben ser objeto de un recargo en los mínimos de capital exigido y en las exigencias de provisiones o reservas. Esto es, se requiere que tengan un capital superior a los estándares, así como reconsiderar la posibilidad de reintroducir razones de capital (tamaño del capital respecto al tamaño del saldo, combinado con supervisión adecuada).

Por otra parte, el grupo de trabajo indica que es necesario un nuevo sistema regulatorio, aunque no debe existir sobreregulación, ya que puede sofocar el sistema y limitar los posibles beneficios de una sana innovación financiera. Más aún, la existencia de regulaciones y normas contables no tiene sentido sin la aplicación de una supervisión rigurosa que asegure su cumplimiento. En adición a lo anterior, los expertos coinciden en señalar que la supervisión puede prevenir las crisis, ya que facilita la reacción temprana de banqueros y supervisores. No hay mejor instrumento preventivo que la información. En este sentido, se debe garantizar la protección del supervisor a presiones políticas. Los mecanismos de supervisión deben incluir la inspección *in situ* de las carpetas de los bancos. Los modelos aplicados en Basilea II no deben ser abandonados, pero tampoco deben sustituir a la supervisión *in situ*.⁴⁷

La transparencia del sector financiero, materia en la que los expertos coinciden que ha progresado, es un elemento cuya presencia es necesaria como medida preventiva, mas no suficiente. En el caso de la crisis financiera estadounidense, el grupo de trabajo coincidió en señalar que la transparencia financiera mostrada después de producirse la crisis ha sido bastante exitosa y la estabilidad que se ha mostrado en diversos mercados (recuperación paulatina del sector hipotecario) ha ayudado también. Para transparentar libros contables e instrumentos financieros, se sugiere someter todo producto financiero nuevo a una criba normativa y de supervisión antes de que

⁴⁷ En la reunión del G20 realizada en Londres en abril de 2009, España, basándose en los buenos resultados que les ha dado, propuso que “los marcos regulatorios deben incorporar elementos contracíclicos para proporcionar a los bancos los incentivos adecuados para llevar a cabo prácticas de evaluación de riesgo más sólidas y conseguir una asignación más eficiente del crédito a lo largo del ciclo económico. Sería útil para ello implementar un sistema regulatorio de provisionamiento dinámico. Si la provisión de pérdidas de préstamos se lleva a cabo en periodos de considerable crecimiento e infravaloración del riesgo de crédito, los bancos proporcionarán a los inversores más y mejor información con respecto a su posición financiera real a través de sus estados contables. Así pues, durante periodos de crecimiento, como el vivido antes de que estallara la crisis en el verano de 2007, los beneficios de los bancos, sus dividendos y las primas que estos pagan a los gestores serán menores y mucho más acordes con los riesgos reales que dichos bancos asumen. El provisionamiento dinámico deberá ser totalmente transparente para que los inversores puedan discernir si los bancos han cubierto o no el aumento del riesgo del crédito. Además de dicho provisionamiento dinámico, los bancos deberán crear fondos adecuados de regulación durante las épocas de bonanza, que podrán ser utilizados si el ciclo cambia” (<http://www.london.summit.gov.uk/en/global-update/cp-spain/posicion-de-espana/diez-propuestas/#two>) (14/09/2009).

pueda ser autorizado. Otra opción para realizar una mejor evaluación y supervisión de dichos riesgos, a pesar de la enorme carga financiera que ello implica, es eliminar el mercado *over the counter* (OTC), poniendo todas las operaciones en un sistema de pagos con cámara de compensación.

Dentro de la mesa de análisis se reconoció que los beneficios de la coordinación internacional durante tiempos de prosperidad son pocos, mientras que en los tiempos de crisis son numerosos. Por lo anterior, se concluye que es necesario un mecanismo de coordinación de supervisión y regulación internacionales que garantice la cooperación de los distintos actores en cualquier panorama. Se señala que todas las autoridades, políticas, monetarias y financieras, deben ser concientes de que los periodos de prosperidad económica, sobre todo cuando han alcanzado una larga duración, podrían estar sustentados en factores que pueden llevar a una crisis.

Respecto al exceso de liquidez, el grupo de trabajo señala que éste debe ser cuidadosamente supervisado, pues produce un ambiente de euforia, que rebaja el sentido del riesgo. En este camino, la experiencia nos enseña que los desequilibrios globales pueden llevar a un considerable descenso en las tasas de interés y crecimiento de plazos, alimentando así un auge crediticio. De tal manera, la aparente sostenibilidad de los desequilibrios globales alimenta la percepción, sobre todo entre deudores, de que una abundante y barata liquidez estará disponible por mucho tiempo. Sin embargo, el sistema financiero no está saneado; sólo se reactiva el mercado.

Existen algunos factores que permiten identificar el riesgo de caer en una crisis: altos desequilibrios en el sector externo; déficit en cuenta corriente; crecimiento desmesurado de importaciones; sobrevaloración de la moneda; gran caída del ahorro y aumento del consumo; bajas tasas de interés; el rápido crecimiento de un sector bancario; auges crediticios; el sobreapalancamiento por parte de intermediarios financieros; el disparo en los precios de activos (destacadamente los inmobiliarios), y una alta concentración crediticia en ciertos sectores.

3. Medidas correctivas

La experiencia de ambos países muestra que ante una crisis bancaria debe plantearse *a priori* que se trata de una crisis de naturaleza duradera y no sólo circunstancial. En muchas ocasiones, las autoridades justifican la falta de respuesta porque no se tiene información que permita valorar la magnitud

del problema. La experiencia indica que hay una alta probabilidad de que todo el sistema sea afectado y el retraso en la toma de decisiones puede agravar el problema y encarecer el rescate. La prioridad para las autoridades monetarias, aun sin saber la magnitud de la crisis y confirmar su naturaleza sistémica, es evitar los retiros masivos de los depósitos y de los demás acreedores. Las autoridades deben mantener la calma del mercado y restaurar gradualmente la confianza. Una vez atendidas las debilidades básicas, debe identificarse si el problema es de liquidez o de solvencia. Ante la duda, el grupo de trabajo sugiere que se debe partir del supuesto de que existe una crisis de solvencia en el sistema bancario. Es más, cuando el problema es de solvencia los apoyos de liquidez no generan incentivos para el ajuste y el rescate final es mucho más costoso. La insolvencia se resuelve con una recapitalización que genere beneficios y flujos reales. Los préstamos, por lo contrario, suponen un costo financiero y deben ser devueltos.

Los expertos coinciden en señalar que la tolerancia regulatoria no mejora la situación, sino que pospone el ajuste y oculta y agrava el problema. Algunos indican que si la situación es extrema debe aplicarse, pero sólo por periodos cortos. Dicha política no es una solución permanente. Respecto a la transparencia en el manejo de la crisis, algunos expertos indican que la función gubernamental es asegurar el control de la situación financiera y administrar la información de sus acciones. Asimismo, se debe asegurar que las pérdidas sean reconocidas al mismo tiempo que sean cubiertas. En particular, la mesa de trabajo cuestiona no tanto el problema de transparencia, sino el de discrecionalidad gubernamental en el caso mexicano durante la etapa de saneamiento. Esto, por la sencilla razón de que la ley de deuda pública estaba redactada de tal manera que permitía al Ejecutivo expedir garantías o deuda contingente sin que tuviera un registro o sin requerir conocimiento ni mediación del Poder Legislativo.

Los rescates deben abordarse como tales cuando los dueños de las entidades o nuevos socios no resuelvan la insuficiencia de capital y la opción de cierre resulte más costosa o pueda generar contagio. Aunque las pérdidas originadas por un rescate sean grandes, puede tratarse de un mal menor, si son las últimas y permiten la recuperación de la función crediticia y de la economía. Los problemas sistémicos siempre tendrán una solución pragmática y *ad hoc* en cada país. Dentro del grupo de expertos subsiste el debate en torno de si un salto inflacionario facilita el rescate financiero. Por una parte, se sostiene que utilizar la inflación para recortar deudas no constituye un

mecanismo efectivo ni apropiado. Entre otras cosas, porque los directivos de los bancos con problemas pueden seguir concentrando sus créditos en los peores clientes. Por otra, algunos miembros del grupo de trabajo consideran que esta opción siempre está presente.

Es decisivo evitar cierto triunfalismo cuando la situación comienza a mejorar: las economías empiezan a salir de las recesiones, los sectores financieros muestran fuertes signos de recuperación, lo mismo que ciertos mercados inmobiliarios. Es imperativo evitar la tentación de creer que todo regresa a la normalidad y en consecuencia descuidar el problema. Por lo contrario, hay que aprovechar la sensación de mejora para actuar en el campo regulatorio. De lo contrario, los problemas pueden resurgir en pocos años. Independientemente de las posibles diferencias de contexto, al definir las medidas para combatir una crisis es importante considerar las lecciones obtenidas en crisis anteriores, esto, con el fin de no caer en los mismos errores en los que se incurrió en las experiencias pasadas.

En conclusión, las experiencias de México y los Estados Unidos permiten identificar una serie de condiciones necesarias para evitar, o en su caso, combatir una crisis financiera. En primer lugar, es necesario disponer de liquidez, pero sobre todo es indispensable que se aumente el capital económico de los bancos, sin que éste se constituya con híbridos. La regulación debe fortalecerse, el diagnóstico del estado de los bancos debe ser sólido y es necesario garantizar una supervisión eficaz *in situ*. En particular, los marcos regulatorios deben incluir elementos contracíclicos que doten a los bancos de los incentivos adecuados para la capitalización y la evaluación de riesgos. Respecto a las medidas para combatir una crisis financiera hay que reconocer que cualquier pérdida es asumible siempre y cuando se trate de la última, se deslinden responsabilidades y no resulte en beneficios irregulares. El costo de incurrir en un déficit fiscal para aplicar medidas expansivas que reduzcan la duración de la recesión representa una parte considerable de dichas pérdidas asumibles. Los gobiernos tienen la responsabilidad de elaborar estrategias de inversión que amplíen su acceso a los mercados de crédito. Limitar o simplemente no aplicar medidas de política fiscal expansiva profundizarán la recesión y, en consecuencia, se incrementarán los costos sociales: empleo, pobreza, desigualdad y estabilidad social. Pero ello, a su vez, requiere una gran disciplina en la política fiscal en el largo plazo, a fin de evitar la necesidad de tener que aceptar medias procíclicas, causadas por no discernir que los ciclos son una parte normal de la vida económica moderna.