



La política financiera nacional en los países en desarrollo

Por Yılmaz Akyüz

Economista jefe del Centro del Sur

Una pregunta fundamental que surge ante las repetidas crisis financieras en las economías avanzadas y en las emergentes es cómo asegurarse de que los mercados y las instituciones financieras favorezcan el crecimiento y el desarrollo en lugar de favorecer los intereses individuales y de ser una fuente constante de problemas e inestabilidad. No se trata solamente de saber cuál es la mejor manera de reglamentar las instituciones y los mercados existentes, sino cómo reestructurarlos y organizarlos.

Desde la década de los ochenta la mayoría de las economías en desarrollo y emergentes comenzaron a liberalizar rápidamente sus mercados y a reformar sus instituciones financieras nacionales eliminando gradualmente el control sobre las tasas de interés y la asignación de créditos, privatizando bancos públicos y permitiendo la entrada de empresas extranjeras de servicios financieros tanto para el mercado bancario como para el de seguros. La mayoría de estos países, entre ellos países africanos en un estado rudimentario de industrialización y desarrollo, también se propusieron crear y expandir mercados de valores de acuerdo con el sistema financiero angloamericano dominado por los mercados, incluso antes de crear un sistema bancario moderno que permitiera impulsar la industrialización y el desarrollo. En casi todas partes se ha pasado de una financiación directa a una financiación indirecta del sector público, pero la disciplina del mercado no ha logrado garantizar una mayor disciplina presupuestaria ni reducir los déficits públicos. En cambio, la deuda interior se ha acumulado rápidamente en muchos países.

También ha habido una tendencia generalizada a la liberalización de las cuentas de capital que ha permitido la entrada libre de la mayoría de tipos de entradas de capital de no residentes. Cada vez se abren más los mercados de valores y de deuda nacionales a los

extranjeros a fin de proporcionar financiación externa a los sectores públicos y privados y de consolidar estos mercados con la convicción de que esto contribuirá significativamente a la estabilidad y al crecimiento. Más recientemente también se han liberalizado en varios países las inversiones en el extranjero de los residentes, en parte para aliviar la presión que ejerce el aumento importante de entradas de capital sobre la moneda y la balanza de pagos.

Los resultados en materia de estabilidad y crecimiento de las economías en desarrollo y emergentes con significativa intervención estatal, lo que muchos economistas ortodoxos califican de «represión financiera», son dispares. Mientras que varias economías registraron resultados deficientes en términos de déficit del sector público, inflación, ahorro, inversión y crecimiento, también hubo notables excepciones, en particular en países de industrialización tardía de Asia Oriental. Asimismo, el Japón y muchas otras economías avanzadas que recurrieron a diferentes grados de control financiero en los decenios posteriores a la Segunda Guerra Mundial registraron un crecimiento rápido y estable. Por ejemplo, en los Estados Unidos, donde la norma conocida como *Regulation Q* prohibía hasta 1980 el pago de intereses sobre los depósitos a la vista e imponía un límite a las tasas de interés de los depósitos de ahorro, el ahorro privado fue más alto que en el periodo posterior de liberalización financiera y financiarización, es decir, un crecimiento rápido de las actividades y de los ingresos financieros en relación con la economía real. Hoy en día, varias economías en desarrollo y emergentes de rápido crecimiento como China y la India aún aplican medidas características de un sistema fuerte de control de los mercados y las instituciones, y registran resultados mucho mejores en términos de ahorro e inversión que muchas otras economías en desarrollo y emergentes con sistemas finan-

cieros ampliamente liberalizados.

Los estudios realizados no permiten demostrar la existencia de un vínculo estrecho entre la intensidad financiera de una economía y su tasa de crecimiento. En cambio, la excesiva liberalización ha dado lugar sin duda a una mayor inestabilidad macroeconómica y financiera en casi todos los países y ha puesto en peligro la capacidad de los gobiernos de las economías en desarrollo y emergentes de usar las políticas financieras para la industrialización y el desarrollo. La pronta caída de los beneficios de la liberalización de los mercados financieros cuando la liberalización se aceleró a una velocidad vertiginosa inclinó negativamente la balanza. Es necesario ahora reequilibrar la intervención estatal y la libertad de los mercados en el área de las finanzas para lograr mayor estabilidad y promover la industrialización y el crecimiento sostenibles. En este contexto, se deben examinar 5 cuestiones fundamentales, aprovechando la experiencia reciente tanto de las economías avanzadas como de las emergentes: las ventajas y los inconvenientes de los sistemas financieros dominados por los bancos o por los mercados; el papel de los bancos públicos; la intervención pública en la banca privada; el papel y los efectos de los bancos extranjeros y la liberalización de las cuentas de capital.

Ventajas e inconvenientes de los sistemas financieros dominados por los bancos y los sistemas financieros dominados por los mercados

La primera cuestión es saber si las economías en desarrollo y emergentes deberían centrar su atención en desarrollar y modernizar sus bancos de acuerdo con sistemas como el alemán o el japonés, dominados por los bancos, o en promover la financiación directa por medio de mercados de valores según el sistema financiero angloamericano, dominado por los mercados. Los sistemas financieros dominados por los bancos implican la concesión de préstamos a largo plazo de los bancos a las empresas y por consiguiente, requieren un capital propio importante para garantizar la solvencia de los bancos. En cambio, los sistemas financieros dominados por los mercados se centran en préstamos a corto plazo por lo que se requiere solamente tener reservas suficientes y acceso a prestamistas de última instancia para evitar crisis de liquidez, mientras que la inversión de las empresas depende principalmente de las emisiones de ac-

ciones. Suele aducirse, por una parte, que el sistema basado en los bancos permite una mejor supervisión de las empresas por parte de los bancos y de los bancos por parte del Estado, da acceso a la financiación a sectores más amplios de la sociedad y genera una repartición más equitativa de la riqueza. Por otra parte, se dice que los mercados de valores brindan más opciones en cuanto a la repartición de los riesgos y de la supervisión por parte de los accionistas, pero fomentan una visión a corto plazo.

Históricamente el sistema dominado por los bancos ha demostrado ser más estable. Sin embargo, también ha habido casos importantes de inestabilidad y graves crisis bancarias. Un ejemplo conocido es la crisis bancaria japonesa que comenzó a finales de la década de los noventa. Esta crisis, desencadenada por los préstamos masivos a la empresa privada garantizados por acciones para solucionar el problema de las inversiones excesivas e inviables, le costó al país al menos un decenio perdido. Otro ejemplo es el de la crisis de 1997 en la República de Corea, cuya principal causa fue el gran endeudamiento externo a corto plazo de los bancos para apoyar la expansión mundial de los conglomerados industriales o *chaebols*. En 2008 tuvo lugar una situación similar, pero la crisis fue mucho menos grave gracias a la gran cantidad de reservas acumuladas.

Desde del comienzo de la crisis de las hipotecas de alto riesgo surgió la opinión de que el mundo ha pasado página del modelo anglosajón (Nicolas Sarkozy tras la cumbre del Grupo de los 20 (G20) en abril de 2009). Sin embargo, en la práctica, con la derogación de la Ley Glass Steagall en 1999, los Estados Unidos pasaron al modelo de banca universal otorgando préstamos a largo plazo y titulizando y comercializando sus activos ilíquidos no negociables. Por su parte, los bancos alemanes invirtieron considerablemente en los llamados activos tóxicos creados durante la burbuja de las hipotecas de alto riesgo y por consiguiente, registraron grandes pérdidas. Lo que es aún más importante, el sistema europeo dominado por los bancos ha atravesado grandes dificultades a causa de la concesión masiva y rápida de préstamos para respaldar la inversión privada especulativa en bienes inmuebles y contribuir a cubrir los crecientes déficits presupuestarios en algunos países periféricos. Sin duda, las economías en desarrollo y emergentes pueden aprender de las lecciones que dejan estos hechos para organizar y reglamentar sus sistemas financieros.

El papel de los bancos públicos

Pese a una privatización generalizada, la posición de los bancos públicos sigue siendo fuerte en numerosas economías en desarrollo y emergentes importantes como el Brasil, China y la India. En algunas economías avanzadas como Francia, la propiedad estatal también sigue siendo importante en el sector bancario. Además, debido a las operaciones de rescate requeridas por las crisis financieras, los gobiernos de varios países se han convertido en los principales accionistas de bancos que antes eran privados. Entre estos se encuentran no solo países en desarrollo que afrontaron crisis de la balanza de pagos y crisis financieras en la década de 1990 y principios de la de 2000 (por ejemplo, Malasia y Turquía), sino también algunas economías avanzadas como la del Reino Unido en donde el gobierno es el accionista principal de los bancos Northern Rock y Royal Bank of Scotland.

Siempre se ha promovido la privatización con el argumento de que los bancos públicos son propensos a la ineficacia, al despilfarro y las influencias políticas. Sin embargo, tras las crisis recurrentes que han afectado a los bancos privados, se reconoce ampliamente que lo que es rentable para el sector privado no necesariamente es socialmente eficaz y que el despilfarro y las influencias políticas no son exclusivos de los bancos públicos. En efecto, parece que los bancos públicos y privados han llegado a un *modus vivendi* y en algunas economías en desarrollo y emergentes los bancos públicos se consideran ahora más seguros que los bancos privados, por lo que los clientes transfieren sus depósitos de los bancos privados a los bancos públicos. (*The Economist*, 13 de mayo de 2010).

Los bancos públicos parecen tener tres ventajas principales frente a los bancos privados. En primer lugar, pueden acelerar la industrialización y el desarrollo dirigiendo los créditos en condiciones apropiadas a los sectores con mayor capacidad para contribuir al desarrollo general. En segundo lugar, pueden abarcar todos los sectores de la sociedad suministrando también servicios financieros a los pobres y a los trabajadores independientes de zonas rurales y urbanas y a las pequeñas y medianas empresas (pymes). Para garantizar el funcionamiento eficiente de los bancos públicos hay que encontrar

un equilibrio entre el apoyo financiero y los resultados y la identificación clara de los elementos de subvención en los préstamos y su inclusión en las estimaciones presupuestarias. En tercer lugar, los bancos públicos han demostrado su efectividad al proveer financiamiento anticíclico durante la reciente desaceleración económica provocada por la crisis de las hipotecas de alto riesgo.

Sin embargo, también es cierto que hay ciclos políticos en los préstamos de los bancos públicos en las economías en desarrollo y emergentes pues se observa una rápida expansión del crédito antes de las elecciones aun cuando las condiciones económicas no justifiquen dicha expansión. Por lo tanto, la mayor dificultad está en garantizar que los bancos públicos cumplan de manera eficaz su función de otorgar préstamos anticíclicos que favorezcan el desarrollo y la inclusión y evitar a la vez los ciclos políticos y la búsqueda de rentabilidad.

Intervención del Estado en la banca privada

La propiedad estatal no siempre es necesaria para que la mayoría de las funciones anteriores se cumplan de modo eficaz. En el Japón, sin que el sistema bancario fuera público, el gobierno ejercía un control considerable sobre este mediante la persuasión moral, entre otros medios, en el curso de su desarrollo industrial. Una vez más, los países de industrialización tardía de Asia Oriental aplicaron políticas de créditos dirigidos a la industrialización por medio de bancos privados recurriendo al control administrativo, a subvenciones cruzadas y a incentivos. Sin embargo, en muchos casos la intervención en el mercado crediticio tenía por objeto financiar el sector público a bajo costo por medio del control sobre las tasas de interés y de la tenencia obligatoria de valores sin intereses emitidos por el Estado.

Estos controles existieron hasta la década de los ochenta no solo en las economías en desarrollo y emergentes, sino también en las economías avanzadas. Se estima que las restricciones a las tasas de interés contribuyeron considerablemente entre 1945 y 1980 a la reducción de la deuda de los gobiernos de los Estados Unidos y el Reino Unido contraída durante la guerra. También existe una visión semejante con respecto a las intervenciones recientes en varias economías avanzadas. Entre las señales de un regreso a la represión financiera en las economías avanzadas (Fondo Monetario Internacional (FMI), *Finanzas & Desarrollo*, junio de 2011) se encuentran una mayor compra de deuda pú-

blica por parte de los bancos centrales, unas tasas de interés reales negativas, unas mayores exigencias de liquidez en títulos del Estado y una legislación que obliga a los fondos de pensiones a mantener tenencias de deuda pública. Aun así, sigue siendo cierto que la aplicación de estas medidas no obedece a convicciones ideológicas sino a la necesidad de hacer frente al problema del aumento de la deuda pública generada por las operaciones de rescate y las políticas anticíclicas de respuesta a la crisis desencadenada por los préstamos especulativos y las inversiones de los bancos privados.

Las economías en desarrollo y emergentes también pueden aprender de la experiencia de los Estados Unidos con el modelo de banca comunitaria y de la manera como la organización de un sistema dominado por la banca privada puede ayudar a promover la financiación inclusiva. Hasta 1980 la legislación estadounidense imponía limitaciones a la diversificación geográfica de las actividades de los bancos privados, por lo que estos se veían obligados a centrarse en los barrios en los que ejercían sus actividades y a destinar la mayoría de sus créditos a las comunidades en las que captaban depósitos. La eliminación de estas restricciones después de la década de los ochenta dio lugar a una rápida concentración en el sector bancario, lo que para muchos es un factor que contribuyó significativamente a la crisis de las hipotecas de alto riesgo.

Otro elemento que favoreció el modelo de banca comunitaria en los Estados Unidos fue la Ley de reinversión comunitaria (Community Reinvestment Act) de 1977 concebida para promover los préstamos de los bancos comerciales y las asociaciones de ahorro para todos los sectores de la sociedad, en particular en zonas de ingresos medios y bajos. Se ha argumentado que los préstamos concedidos en virtud de esta Ley, así como los créditos inmobiliarios de entidades patrocinadas por el gobierno como Fannie Mae y Freddie Mac, fueron responsables de la crisis de las hipotecas de alto riesgo. Sin embargo, los estudios publicados por la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y el Banco de Pagos Internacionales (BPI) no concluyen que los préstamos otorgados en virtud de la Ley de reinversión comunitaria hayan jugado un papel en particular. Aun así, la política de una financiación accesible a todos los sectores de la sociedad les permitió a los bancos otorgar prés-

tamos de manera irresponsable sin ser objeto de estrecha vigilancia. Esta experiencia puede servir de lección para evitar que el hecho de intentar que todos los sectores de la sociedad puedan beneficiarse de los servicios financieros se convierta en una fuente de inestabilidad.

Bancos extranjeros

La entrada de bancos extranjeros a los países en desarrollo y emergentes suele promoverse por dos razones principales. En primer lugar, al aportar conocimientos especializados, tecnología y favorecer la competencia, los bancos extranjeros podrían aumentar la eficiencia del sistema bancario contribuyendo a la mejora de los servicios financieros y a la reducción de los márgenes de intervención. En segundo lugar, se considera que una mayor presencia de los bancos extranjeros aumenta el acceso de las economías en desarrollo y emergentes a los mercados financieros internacionales y mejora su capacidad para recuperarse de las conmociones financieras externas. Sin duda, estos factores han desempeñado un papel importante en varias economías en desarrollo y emergentes que han asumido compromisos en las negociaciones del Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (AGCS) de la OMC para el comercio de servicios financieros.

Sin embargo, también se reconoce que la presencia de bancos extranjeros en las economías en desarrollo y emergentes aumenta las posibilidades de arbitraje regulatorio. Estos bancos pueden transferir fácilmente importantes depósitos y préstamos al extranjero para beneficiarse de reglamentaciones más favorables. Tienden a centrarse en actividades de mayor rentabilidad como créditos comerciales, préstamos a los consumidores por medio de tarjetas de crédito y préstamos a grandes empresas y dejan las actividades menos rentables y los prestatarios menos importantes, entre ellos las pymes, a los bancos nacionales.

Por el contrario, la presencia significativa de bancos extranjeros en las economías en desarrollo y emergentes aumenta su vulnerabilidad a las crisis financieras externas. A este respecto, la experiencia reciente de los países de Europa Central y Oriental aporta varias enseñanzas útiles. Los bancos extranjeros dominan el sistema bancario en varios países de esa región (Documento 54 del BPI). Estos bancos realizaron numerosos préstamos con arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry-trade*) antes del estallido de la crisis financiera mundial, utilizando financiación externa para sus préstamos internos y beneficiándose de gran-

des márgenes sobre las operaciones de arbitraje (Yilmaz Akyüz, Documento de Investigación número 37, *Capital Flows to Developing Countries in a Historical Perspective: Will the Current Boom End With a Bust?*). Cuando estalló la crisis de las hipotecas de alto riesgo y los bancos de las economías avanzadas hicieron frente a restricciones de liquidez, las filiales de los bancos sirvieron de conducto para las salidas de capital para prestar apoyo a su casa bancaria matriz. La resolución de las consiguientes dificultades de la balanza de pagos a las que hicieron frente varios países de la región necesitó la intervención internacional, con la participación del FMI y de la Comisión Europea en el marco de la Iniciativa de Viena, y la imposición de condiciones de política financiera anticíclica.

A la luz de las lecciones extraídas deben analizarse las ventajas y los inconvenientes de abrir los mercados a los bancos extranjeros en términos de eficiencia y de los efectos sobre la vulnerabilidad a las crisis externas y al arbitraje regulatorio. Este análisis es igualmente necesario para que las economías en desarrollo y emergentes desarrollen una estrategia de negociación viable para AGCS en la OMC.

Liberalización de las cuentas de capital

Al igual que ocurre con la liberalización financiera interna, no existe una relación estrecha entre el grado de apertura de la cuenta de capital y el crecimiento económico. En cambio, hay numerosos indicios de que la apertura de la cuenta de capital tiende a provocar una mayor vulnerabilidad a la inestabilidad financiera debido a las oscilaciones de las corrientes de capital y al contagio internacional. Sin embargo, pese a las crisis recurrentes desencadenadas por la inversión de las corrientes de capital en la década de 1990 y principios de la de 2000, las economías en desarrollo y emergentes han seguido liberalizando las corrientes internacionales de capital en los últimos años, tanto para los residentes como para los no residentes.

Varias economías emergentes de América Latina y Europa han dejado sus balanzas de pagos y sus tipos de cambio expuestos a los vaivenes de las corrientes de capital, pero en Asia la mayoría de los países han tomado medidas para reducir la posibilidad de crisis de la balanza de pagos asociadas con los ciclos de auge y caída de las corrientes de capital

buscando fortalecer sus posiciones de la balanza de pagos y de las reservas. Para hacer frente a las oleadas de corrientes de capital que se produjeron junto con la burbuja mundial de liquidez después de 2003 y, posteriormente, a las reducciones pronunciadas de los tipos de interés y a la rápida expansión de la liquidez tras la crisis de los años 2007 y 2008, estos países han recurrido en general a la intervención esterilizada en los mercados de divisas. En muchos casos, estas intervenciones han estado acompañadas también de una mayor liberalización de las inversiones en el extranjero de los residentes, con el fin de aliviar las presiones sobre la moneda.

Si bien estas medidas han evitado los efectos adversos de las oleadas de corrientes de capital en el comercio y los pagos externos, no han ayudado a hacer frente a muchos otros problemas asociados con el aumento súbito de las entradas de capital. Las intervenciones en los mercados de divisas no pueden evitar los desajustes monetarios y los desfases de los plazos de vencimiento en los balances de los prestatarios privados; únicamente proporcionan un aseguramiento público contra los riesgos del sector privado. Esto es costoso para el gobierno ya que el tipo de interés sobre la deuda pública usado para la esterilización supera la tasa de rentabilidad de las reservas. También es costoso para la economía en general, porque la tasa de rentabilidad que obtienen los extranjeros sobre las inversiones en las economías en desarrollo y emergentes excede por un amplio margen el rendimiento de las reservas. Lo que es aún más importante, la esterilización plena resulta problemática y la expansión de liquidez que provoca da lugar con frecuencia a burbujas en los mercados de activos. De hecho, hay una creciente correlación entre los mercados de activos en las economías en desarrollo y emergentes y las oscilaciones en las corrientes netas de capital.

De igual manera, la liberalización de las inversiones en el extranjero de los residentes podría tanto aliviar las presiones sobre la moneda como evitar la expansión de la liquidez y las posibles burbujas de activos, pero no puede evitar los desajustes monetarios en los balances privados. También aumenta la vulnerabilidad a la inestabilidad y las crisis financieras en el extranjero, como pudo verse en muchos países europeos durante la crisis de las hipotecas de alto riesgo cuando la inversión en activos tóxicos acarreó grandes pérdidas financieras. Lo que es peor, significaría una circu-

lación en sentido único porque nada permite garantizar que el dinero vuelva a entrar en tiempos difíciles. En otras palabras, a diferencia de la acumulación de reservas, las inversiones en el extranjero de los residentes no permiten protegerse de un cambio de dirección de las corrientes de capital.

Todas estas razones hacen del control de las corrientes de capital un instrumento indispensable para responder a los impulsos desestabilizadores de los aumentos súbitos e importantes de las corrientes de capital. La adopción de medidas cautelares adecuadamente ampliadas puede limitar los desfases en los balances de los bancos y los riesgos de las divisas en relación con los créditos, pero puede que no sean suficientes para contener los impulsos desestabilizadores ya que en cerca del 70% de las entradas de capital en las economías en desarrollo y emergentes el sistema bancario no sirve de intermediario. Puede que sea necesario aplicar medidas más directas. En efecto, varias economías en desarrollo y emergentes han intentado en los últimos años aplicar medidas de control sobre las entradas de capital. Sin embargo, estas medidas ad hoc y parciales, basadas en los impuestos y favorables al mercado, no han sido muy eficaces para contener los impulsos desestabilizadores.

En vista de la creciente inestabilidad de las corrientes de capital debido a unas políticas individualistas y al aumento de las dificultades financieras de las economías avanzadas, es importante reconsiderar las políticas de respuesta a los aumentos súbitos de las corrientes de capital en las economías en desarrollo y emergentes. Una pregunta fundamental que se plantea a este respecto es si las economías en desarrollo y emergentes deberían establecer un régi-

.....

men permanente de control del cual hacer uso de ser necesario y en las dosis adecuadas, en lugar de adoptar medidas ad hoc y temporales, favorables al mercado como muchos, entre ellos el FMI, preconizan ahora.



**CENTRO
DEL SUR**

Chemin du Champ-d'Anier 17
PO Box 228, 1211 Ginebra 19,
Suiza

Teléfono: (4122) 791 8050

Fax: (4122) 798 8531

Correo electrónico:

<http://www.southcentre.int>