

ARQUITECTURA FINANCIERA (INTER)NACIONAL: EL ROL DE LA (AUTO)REGULACIÓN

Leonardo Hernández T.*

INTRODUCCIÓN

En julio de 1997 Tailandia devaluó su moneda, el baht, y sin pretenderlo dio inicio a una crisis financiera internacional de magnitud similar a la crisis de la deuda de comienzos de los años ochenta. Así, lo que pudo haber sido una simple corrección de precios relativos en una economía pequeña —aunque altamente integrada a los mercados financieros y de bienes y servicios del resto del mundo— se transformó en una catástrofe de nivel mundial. De hecho la crisis ha llevado a poner en jaque la continuidad del proceso de integración económica acontecido en las últimas dos décadas, proceso que ha sido fuertemente defendido por años por los organismos multilaterales y representantes de distintos países —especialmente desarrollados— por sus supuestos beneficios para las economías que participan de él.

La devaluación del baht dio lugar a una secuela de maxi-devaluaciones en algunos países de la región —Corea, Indonesia, Malasia y Filipinas— y a una fuerte presión sobre las monedas de otros países dentro y fuera de Asia —Brasil, Colombia, Singapur, Sudáfrica y Taiwán, entre otros. En algunos países con menor flexibilidad cambiaria, como Argentina, Hong Kong y, en menor medida, Chile¹, la presión sobre sus monedas se tradujo en fuertes alzas en los tipos de interés. Igual que en la crisis de comienzos de los años ochenta en Latinoamérica, las maxi-devaluaciones fueron seguidas por una fuerte contracción económica en la mayoría de los países de la región, incluso en algunos que mantuvieron sus paridades cambiarias inalteradas como Hong Kong. La crisis además obligó a otros países a aplicar severos ajustes a la baja en sus niveles de gasto y proyecciones de crecimiento, producto principalmente de la caída en sus niveles de ingreso, provocados por los menores precios de exportación de materias primas

(*commodities*) y la menor disponibilidad de financiamiento externo.

Así, lo que pudo ser un simple episodio aislado de crisis de balanza de pagos se transformó en una crisis internacional de mayor envergadura que la experimentada por México en diciembre de 1994. Más aún, los eventos vividos en 1997-1998 dejaron de manifiesto que, contrario a lo que se pensaba, las medidas tomadas luego de la crisis mexicana habían resultado insuficientes². Además quedaba de manifiesto que las economías emergentes de Asia, que habían servido de ejemplo por su excelente desempeño en materia de crecimiento y estabilidad económica durante las últimas décadas³, seguían siendo altamente vulnerables y, por tanto, el modelo de desarrollo seguido por ellas no había resuelto del todo los problemas que usualmente aquejan a las economías emergentes.

Sin embargo, a diferencia de crisis anteriores, la de Asia de 1997-1998 impuso costos a los países más afectados que a simple vista parecieron desproporcionados con relación a los desequilibrios que estas economías presentaban al momento de iniciarse la crisis (Calvo, 1997). De hecho, las economías más afectadas por la

* Gerencia de Investigación Económica, Banco Central de Chile. Este trabajo recoge las lecciones aprendidas en la Segunda Conferencia Anual del Banco Central de Chile titulada Sistema Bancario, Integración Financiera y Estabilidad Macroeconómica, la que tuvo lugar en Santiago el 3 y 4 de septiembre de 1998. Se agradecen los valiosos comentarios recibidos por parte del equipo editorial de ECONOMÍA CHILENA.

¹ En los dos primeros por la existencia de una caja de convertibilidad, y en el tercero por la existencia de una banda de ancho limitado.

² Luego de la crisis mexicana, en la cual Argentina se vio fuertemente afectada, se tomaron diferentes medidas destinadas a incrementar la transparencia en los mercados financieros. Para estos efectos el FMI aumentó las exigencias en materia de entrega de información a los países miembros. Además, se criticó el uso del tipo de cambio como un ancla nominal para controlar la inflación doméstica por períodos largos, sugiriéndose que dicha ancla debía abandonarse luego de un período 'prudente'.

³ Las economías de Asia del Este, con la excepción de Filipinas, evitaron la crisis de la deuda de comienzos de los ochenta. Además, su extraordinario crecimiento económico hasta 1997 sirvió a muchos observadores y organismos internacionales para plantear el 'milagro asiático' como paradigma a seguir por las demás economías en desarrollo (véase *The Asian Miracle*, The World Bank, 1993).

crisis mostraban en 1996 tasas de inflación y desequilibrios fiscales pequeños y déficit de cuenta corriente moderados (con excepción de Tailandia). Además, estas economías mantenían altas tasas de ahorro e inversión y una gran base exportadora, mientras que el grado de apreciación real de sus monedas (pérdida de competitividad internacional) distaba mucho de lo observado en crisis anteriores (por ejemplo, en México en 1994 o en Chile en 1982).

Cabe destacar que los resultados observados en 1998 fueron consecuencia no sólo de las condiciones iniciales en los países más afectados por la crisis, sino también de las medidas tomadas —o no tomadas— y que resultaron insuficientes para contener sus efectos. Así, mientras las grandes devaluaciones mejoraron la competitividad del sector exportador de las economías de Asia, éstas también implicaron la insolvencia de muchos deudores en moneda extranjera a quienes inmediatamente se les restringió el acceso al crédito. Las dificultades propias del proceso de asignación de pérdidas entre deudores y acreedores —esto es, corregir los precios de los títulos de deuda a la baja y transferir la propiedad de los activos—, tanto a nivel doméstico como internacional, llevaron a la suspensión de los créditos y a la paralización parcial de la producción de bienes y servicios. A esto último se sumó una política interna fuertemente restrictiva, no exenta de críticas, orientada a evitar alzas de precios. Esta política, la cual era propiciada por algunos organismos multilaterales, llevó a importantes aumentos en el costo del crédito, dificultando aún más la recuperación económica de estos países —véase Sachs (1997) y el recuento presentado por Eichengreen (1999). La falta de medidas para aliviar la situación de extrema iliquidez tuvo un efecto dominó internacional, que implicó un deterioro progresivo del entorno económico para los países emergentes, reflejado en menores precios de

bienes básicos de exportación y menor disponibilidad de financiamiento externo. De hecho, es difícil identificar cuánto de los costos de la crisis se debe a los problemas de las economías en cuestión y cuánto al modo en como ésta se manejó.

En síntesis, el *shock* inicial se transformó en una crisis de liquidez global producto de la creciente desconfianza de los inversionistas internacionales, lo que profundizó aún más la crisis económica en los países de Asia y otras regiones. Lo observado, sin embargo, dejó de manifiesto la carencia de mecanismos destinados a contener la propagación de las crisis en el sistema financiero internacional. Alternativamente, lo acontecido en 1997-1998 demostró que una crisis de liquidez en una región específica podía fácilmente transformarse en un fenómeno de carácter global —o crisis sistémica— con importantes efectos negativos para la solvencia de los países acreedores.

Las reacciones frente a lo acontecido en 1997-1998 no se hicieron esperar e inmediatamente surgieron propuestas para rediseñar la arquitectura financiera internacional. Las fórmulas sugeridas van desde abolir las instituciones financieras multilaterales como el FMI, hasta fortalecerlas para que puedan hacer las veces de banco central del mundo, proveyendo liquidez a los mercados financieros cuando sea necesario. Entre las propuestas ciertamente también se incluyen restricciones a los movimientos de capitales entre países, especialmente aquéllos más volátiles, con instrumentos similares al encaje usado por Chile desde 1991.

Este trabajo revisa los aspectos conceptuales más importantes que se esconden detrás de crisis como la de Asia y sus efectos en otros países. Para esto el trabajo parte revisando las principales conclusiones que se pueden extraer de la literatura relativas a la evolución natural que debe seguir la regulación financiera y bancaria. A continuación se evalúa, a la luz de la evidencia empírica acumulada en estudios recientes, el rol que juega en este contexto el proceso de internacionalización de la actividad financiera⁴. La principal conclusión del trabajo es que las crisis financieras siguen siendo esencialmente de naturaleza doméstica y no un producto de la creciente integración de los países con los mercados financieros del resto del mundo.

⁴ La internacionalización de la actividad financiera comprende tanto el acceso de los bancos extranjeros —y otros intermediarios como compañías de seguros— a las economías emergentes, así como la liberalización de actividades en el exterior que pueden realizar los bancos nacionales. Si bien ambos efectos son beneficiosos para los países en desarrollo, en este trabajo nos concentraremos en el primero, principalmente porque es el más relevante para la mayoría de las economías emergentes y con instituciones financieras poco desarrolladas (además, este efecto es aquél donde la literatura se ha concentrado mayormente).

Por consiguiente, el mayor esfuerzo debiera orientarse a mejorar la construcción de las instituciones financieras domésticas, más que a elaborar una nueva arquitectura financiera internacional. Sin embargo, la mayor integración financiera con el resto del mundo potencia el efecto adverso de un *shock* negativo sobre un país. Por lo tanto, los países deben aumentar sus esfuerzos en mejorar la eficiencia y capacidad de absorción de *shocks* de sus respectivos sistemas financieros, lo cual se consigue a través de la reforma y modernización de las instituciones que regulan su funcionamiento. Esto último es un proceso complejo que debiera apoyarse en forma creciente en mecanismos de mercado –en vez de procedimientos administrativos rígidos– como una manera de promover la autorregulación. Lo anterior cobra especial importancia en los países en desarrollo donde, en general, la regulación externa (impuesta) ha probado ser menos efectiva al responder con gran rezago a los desarrollos de los mercados financieros.

SUPERVISIÓN BANCARIA: REGLAS VERSUS MERCADO

Por años ha sido conocido el hecho que el desarrollo de los mercados financieros se asocia directamente con el crecimiento económico y bienestar de los países. Sin embargo, solo recientemente se ha podido establecer alguna causalidad entre estos dos fenómenos. En particular, en un trabajo pionero King y Levine (1993) establecieron que el nivel de desarrollo de los mercados financieros es un buen predictor del crecimiento económico de largo plazo. La razón detrás de este fenómeno estaría en que mercados financieros más desarrollados permiten una intermediación más eficiente de los fondos prestables, lo que daría lugar a la selección de mejores proyectos de inversión, una mejor supervisión durante su vida útil y, por tanto, un mayor crecimiento económico.

En un trabajo más reciente Levine, Loayza y Beck (1999) revisan los resultados de King y Levine usando técnicas estadísticas más avanzadas y una muestra más amplia de países⁵, y concluyen que no sólo una mayor profundidad y eficiencia financiera conllevan un mayor crecimiento del producto per cápita de largo plazo, sino también que el efecto de estas variables sobre el crecimiento

económico es relativamente grande. Por ejemplo, una economía que mantuvo un nivel de intermediación (profundidad) financiera de 18% del PIB durante 1960-1995, habría experimentado un crecimiento *per cápita anual* durante este período un 1% mayor al de una economía con un nivel de intermediación de solo 12 % del PIB.

A la luz de estos resultados resulta evidente la preocupación de economistas y autoridades por lograr un mayor desarrollo de los mercados financieros. En última instancia, el crecimiento económico depende en gran medida de la calidad de las inversiones que se realizan, y cuya selección depende de la calidad y eficiencia de la intermediación financiera. La pregunta relevante es, por lo tanto, ¿qué factores inciden en el desarrollo de los mercados financieros?

Determinantes del desarrollo financiero

La literatura más reciente sugiere que el desarrollo y la eficiencia de los mercados financieros depende del marco legal e institucional en que los intermediarios se desenvuelven; esto es, de variables tales como la protección de los derechos de los acreedores, el apego a la ley, la transparencia de la información contable, el número de agentes e instituciones que participan en el proceso político y el grado de burocracia y corrupción, entre otros. Por ejemplo, Levine, Loayza y Beck (1999) concluyen que una mayor protección de los derechos de los acreedores, así como una mayor capacidad para hacer cumplir los contratos y una mayor transparencia de los estados financieros, inciden en forma positiva en el desarrollo y la calidad de los mercados financieros.

Asimismo, Barth, Caprio y Levine (1998) concluyen que peores gobiernos, entendiendo por esto aquéllos donde existe un mayor grado de corrupción y burocracia y un menor respeto al estado de derecho, tienden a restringir las actividades que pueden desarrollar los intermediarios financieros. Lo anterior posiblemente ocurre por la menor capacidad de supervisión de estos gobiernos, pero conduce al desarrollo de bancos más frágiles debido a su menor capacidad de diversificación de riesgos y el menor

⁵ Levine, Loayza y Beck usan una muestra de 74 países durante 1960-1995.

valor económico que éstos alcanzan, lo que a su vez los hace más vulnerables y propensos a tomar riesgos excesivos.

Por último, Keefer (1998) encuentra que países donde el número de actores que intervienen en la toma de decisiones es mayor —porque hay más partidos políticos o porque la institucionalidad imperante limita las acciones del poder ejecutivo— son aquéllos donde las entidades encargadas de la supervisión bancaria gozan de una mayor autonomía⁶. Igualmente, las políticas adoptadas resultan más creíbles en presencia de más actores o instituciones que participan del proceso de toma de decisiones, precisamente por la mayor dificultad que existe para adoptar o modificar políticas específicas⁷. Todo lo anterior incide en que los sistemas bancarios de países donde hay un mayor número de actores que participan del proceso de toma de decisiones sean menos propensos a sufrir crisis. En síntesis, se puede concluir que variables institucionales inciden en el crecimiento y la fortaleza de los sistemas financieros.

⁶ En aquellos países donde hay más partidos políticos, los acuerdos alcanzados deben representar los intereses de múltiples grupos. Por tanto es más difícil que las autoridades encargadas de la supervisión bancaria sean influenciadas por los intereses de un grupo particular, lo que incide en que su gestión se mantenga en el ámbito técnico. Lo mismo ocurre cuando el poder ejecutivo está repartido entre un mayor número de instituciones.

⁷ Un ejemplo de lo anterior lo constituye los bancos centrales autónomos, los que en general han sido más exitosos en reducir las tasas de inflación que los bancos centrales dependientes de la autoridad política (Keefer, 1998).

⁸ Estas incluyen requerimientos mínimos de liquidez y capitalización, restricciones de portafolio, etc.

⁹ Estas instituciones comprenden el prestamista de última instancia y el seguro estatal a los depósitos del sistema financiero.

¹⁰ Un ejemplo de esto lo constituye el hecho que los países en desarrollo sólo recientemente han comenzado a implementar las reglas de Basilea referidas a requisitos de capitalización; esto es, con un retraso respecto de los países desarrollados de aproximadamente 10 años. La situación respecto de los modelos VaR (Value at Risk) pareciera no ser significativamente distinta.

¹¹ Se establece el principio que todo lo que los bancos hacen debe estar bien, pues cuenta con el beneplácito de las entidades reguladoras. Por tanto, ni los entes regulados ni los depositantes se preocupan de ejercer un mínimo de disciplina de mercado.

¹² Este problema se conoce como de riesgo moral (moral hazard) y se origina en la dificultad para poner un precio justo a los seguros ofrecidos por las autoridades a las instituciones financieras (una prima de seguros que refleje adecuadamente los riesgos asociados a cada institución). (Ver recuadro 1).

¹³ Muchas veces este fenómeno se exagera porque el ente regulador intenta esconder su ineficiencia siendo permisivo con los entes regulados y, por tanto, les da tiempo para que se recuperen (cosa que raramente ocurre). Este fenómeno se conoce como 'permisividad' (forbearance).

El marco regulatorio prudencial

Sin embargo, los resultados anteriores resultan poco útiles en el corto y mediano plazo debido a la lenta evolución del marco institucional y al hecho que las variables aludidas trascienden el ámbito estrictamente económico. Las autoridades de los países emergentes enfrentan, por tanto, la tarea de minimizar los riesgos de crisis financieras para un marco legal e institucional dado. La solución más común que se ha encontrado para esta tarea es contar simultáneamente con (1) un conjunto de normas que limiten el accionar de las instituciones financieras⁸, (2) entidades de supervisión que verifiquen el cumplimiento de dichas normas y midan periódicamente la solvencia del sistema financiero, y (3) instituciones que garanticen la continuidad del sistema de pagos en caso de una crisis de liquidez o confianza⁹.

La experiencia ha demostrado, sin embargo, que la presencia de estos tres elementos no siempre constituye una solución efectiva para garantizar el desarrollo de un sistema financiero eficiente y sólido. Esto ocurre porque las restricciones a las actividades que pueden llevar a cabo las instituciones financieras generalmente terminan ahogando el desarrollo del sector formal regulado y, por tanto, promueven el surgimiento de entidades financieras no reguladas y de alto riesgo. Esto es así porque las regulaciones normalmente no se modernizan a una velocidad que refleje adecuadamente los avances en la industria financiera¹⁰. En muchos casos las regulaciones y la supervisión bancaria en los países en desarrollo se transforman en un trámite con escaso significado económico, mientras los depositantes del sistema confían en la capacidad del ente regulador (situación que por cierto resulta beneficiosa para los entes regulados¹¹). Además, las instituciones que garantizan la estabilidad del sistema de pagos tienden a crear incentivos que aumentan la vulnerabilidad del sistema como un todo; esto es, las entidades financieras terminan implementando políticas de crédito e inversión más riesgosas en presencia de estas instituciones¹². Por último, la evidencia muestra que los entes supervisores son incapaces de generar mecanismos confiables que midan adecuadamente y a tiempo la solvencia de las instituciones financieras; esto es, tienden a llegar cuando es 'demasiado tarde'¹³. Estas deficiencias han adquirido mayor relevancia en las últimas décadas

debido a los grandes avances tecnológicos en computación y en comunicaciones, los que han afectado significativamente el modo de operar de las instituciones financieras.

En resumen, la experiencia ha demostrado que el marco de supervisión y de regulación financiera usado por la mayoría de los países emergentes es poco efectivo, principalmente, porque carece del dinamismo necesario para adaptarse a la misma velocidad que evoluciona el sector financiero, y porque no genera incentivos que promuevan la autorregulación, sino que, por el contrario, la inhiben y promueven la toma excesiva de riesgos. (Para una excelente revisión de estos problemas en los países en desarrollo véase Goodhart *et.al.*, 1998, y Atiyas *et.al.*, 1994).

Hacia una regulación más dinámica y efectiva

Una manera de enfrentar el problema aludido es, precisamente, prescindir de medidas administrativas y apoyarse en forma creciente en el mercado como un mecanismo para perfeccionar el marco regulador y de supervisión financiera. Por ejemplo, en vez de garantizar los depósitos bancarios a costo cero —o sujeto a un pago uniforme para todos los bancos partícipes del sistema de seguro— y dada la incapacidad del ente regulador para cobrar un precio ‘justo’ por este tipo de seguro, las autoridades pueden delegar en el mercado la tarea de proveer este seguro (o ponerle un precio al mismo). De igual manera, en vez de restringir las actividades de los intermediarios financieros para limitar su riesgo, las autoridades pueden exigir que cada entidad bancaria esté sujeta a una evaluación de riesgo periódica, provista por algún ente externo e independiente, la que a su vez es difundida ampliamente al mercado. Iniciativas de este tipo han sido implementadas en Nueva Zelanda y en menor grado en Chile en años recientes, con gran éxito para ambos países. Así, se argumenta, las fuerzas del mercado impondrían un mayor grado de disciplina, resultando en un complemento del marco regulatorio y de supervisión, lo que aumentaría su efectividad al promover la autorregulación. Un sistema de esta naturaleza permitiría el desarrollo de un sistema financiero dinámico capaz de adoptar nuevas tecnologías y con mayor grado de diversificación, al mismo tiempo que facilitaría una adecuada medición de los riesgos los que se reflejarían en los precios de los activos.

Para que un sistema como el propuesto funcione adecuadamente; esto es, para que exista disciplina de mercado, es requisito fundamental que los agentes económicos sean sensibles al nivel de riesgo de las distintas entidades bancarias. Sobre el particular la evidencia reciente indica que efectivamente esto es así. En un estudio sobre el comportamiento de los préstamos interbancarios en Chile entre 1992 y 1998, Ahumada y Budnevich (1998 y *ECONOMÍA CHILENA*, este número) concluyen que las tasas cobradas por estos préstamos son sensibles a la calidad de la cartera de los bancos deudores. En particular, el costo de financiamiento interbancario aumenta con el *stock* de activos morosos de los bancos. Al mismo tiempo, los bancos más ilíquidos y/o riesgosos, que pagan mayores tasas a sus depositantes, son también los que pagan un *spread* mayor cuando acceden al mercado interbancario de crédito.

A partir de esta evidencia puede avanzarse en establecer un costo diferencial para el seguro de depósito provisto por la autoridad a los bancos, el que se expresaría en proporción al *spread* pagado en los préstamos interbancarios. Una solución similar se usa actualmente en Argentina para establecer las provisiones de la cartera de préstamos. En particular, los bancos deben hacer provisiones por morosidad de sus respectivos préstamos según el *spread* cobrado en cada uno de ellos. Mecanismos de esta naturaleza permiten a la autoridad introducir ‘precios’ o señales de mercado, que reflejen el riesgo de la cartera de cada banco, en las distintas medidas prudenciales en aplicación. En esta misma línea se encuentra la propuesta de Calomiris (1998), donde los países con acceso a financiamiento de emergencia del FMI deben exigir a sus bancos que emitan deuda subordinada. Esta última, al transarse libremente en los mercados, serviría de indicador de la calidad de los activos de cada banco.

Otro estudio reciente sobre el comportamiento de los depósitos bancarios en Argentina, Chile y México durante las dos últimas décadas confirma los resultados previos sobre disciplina de mercado. En particular, el trabajo de Martínez-Peria y Schmukler (1998) analiza la sensibilidad de los depósitos bancarios a los cambios en el riesgo de las instituciones receptoras de éstos. Usando datos relativos a los fundamentos microeconómicos de cada banco, estos autores encuentran que los depositantes responden

a variables tales como tasa de morosidad, liquidez, eficiencia, capitalización, y rentabilidad y tamaño de los activos. En general los bancos más grandes y con mejores fundamentos reciben más depósitos¹⁴. Además, los depositantes muestran un mayor grado de sensibilidad a cambios en las variables fundamentales de los bancos en los períodos de post crisis. Así, la evidencia sugiere que el mercado reaccionó favorablemente a las reformas financieras implementadas luego de las crisis bancarias sufridas por estos países en los años ochenta (Chile) y noventa (Argentina y México).

En síntesis, las autoridades económicas en los países emergentes debieran confiar más en el mercado como mecanismo disciplinario de las entidades financieras. Ciertamente, la autorregulación promovida por incentivos de mercado logrará mejores resultados que una regulación bancaria rígida basada en información contable y sin contenido económico (Goodhart *et.al.*, 1998). Lo anterior adquiere particular importancia si las entidades financieras se desenvuelven *de facto* en un ambiente competitivo y dinámico, lo que ocurre –y ocurrirá en forma creciente– en las economías emergentes. Además, mecanismos de supervisión basados en señales de mercado lograrían evitar la constante y rápida obsolescencia del marco regulatorio tradicional, la que se produce por el gran dinamismo que es propio de los mercados financieros de nuestro tiempo. Así, es posible

concluir que al diseñar medidas como las sugeridas más arriba, donde la regulación y supervisión de la actividad bancaria y financiera se complementa con indicadores basados en elementos de mercado, los países emergentes podrían inducir un comportamiento menos riesgoso por parte de sus instituciones de crédito y, a través de esto, lograr sistemas financieros más sólidos y estables¹⁵.

INTEGRACIÓN FINANCIERA E INTERNACIONALIZACIÓN DE LA BANCA

Beneficios potenciales

Con el propósito de intentar alcanzar un equilibrio óptimo entre regulación bancaria y disciplina de mercado, han surgido recientemente iniciativas en favor de lograr una mayor internacionalización de la banca. Esto último, se argumenta, permitiría construir un sector financiero más profesional y sólido, pues al autorizar el ingreso de bancos extranjeros de prestigio se estaría ‘importando’ más y mejor capital humano al sector financiero de las economías emergentes. Así, por ejemplo, se incorporarían nuevas técnicas de evaluación y cobertura de riesgos (de crédito y otros), lo que reduciría el riesgo del sistema financiero global, al mismo tiempo que se mantendría un acceso constante a los nuevos desarrollos financieros y su aplicación en la economía local ocurriría en forma más expedita. Además, la presencia de instituciones extranjeras permitiría una mejor diversificación de riesgos de la cartera de activos de los bancos y aumentaría la competencia en el mercado local, lo que llevaría a un sistema más eficiente que ofrecería más y mejores productos a un menor costo. Lo anterior redundaría en mayores y mejores inversiones y, por tanto, en un mayor crecimiento económico de largo plazo. Además, la internacionalización de la banca subiría los estándares contables, financieros y de transparencia de la industria y afectaría positivamente otras medidas de supervisión prudencial. Esto último, porque en general las instituciones extranjeras están sujetas a requisitos más exigentes en materia de entrega de información (*disclosure*) que en los mercados a los cuales ingresan¹⁶ (Claessens y Glaessner, 1998; Dobson, 1998).

¹⁴ Este resultado se debe interpretar a la luz de la hipótesis de *too big to fail*; esto es, que los bancos ‘grandes’ son menos riesgosos para los depositantes porque casi siempre van a ser rescatados de una posible situación de insolvencia por la autoridad (esto debido a la mayor externalidad que generan sobre la economía en caso de entrar en falencia). La contrapartida de esta hipótesis es que, precisamente por la mayor confianza de los depositantes, en los bancos grandes existe un mayor problema de riesgo moral.

¹⁵ Cabe destacar que los países desarrollados han ido flexibilizando su marco regulatorio de manera de incorporar en él elementos de mercado. Un ejemplo de esto es la introducción de los modelos de Value at Risk (VaR).

¹⁶ De hecho algunos autores sostienen que el ingreso de instituciones extranjeras en mercados emergentes obligaría a las autoridades locales a subir los estándares en varios aspectos de la regulación bancaria. Esto, porque la autorización por parte de las autoridades en los países de origen, para abrir sucursales o filiales en otros mercados, está condicionada a que el país de destino mantenga requisitos de supervisión y regulación similares a los existentes en el país de origen (Claessens y Glaessner, 1998). Este argumento se ha esgrimido cuando se plantea que la internacionalización de la banca debilitaría a los grupos locales que se oponen a una regulación más estricta.

Una posición más extrema plantea que la internacionalización de la banca permitiría delegar en las autoridades de otros países la tarea de supervisión de los bancos —se ‘importaría’ la supervisión en vez de producirla internamente (Gavin y Hausmann, 1996). Este es el caso de países como Nueva Zelanda donde la mayoría de los bancos que operan en el mercado local son extranjeros, pero posiblemente no es una solución viable —al menos en el corto y mediano plazo— para la gran mayoría de los países emergentes, donde la banca nacional sigue siendo dominante y, por tanto, las tareas de regulación y supervisión no pueden ser omitidas.

Por otra parte, la internacionalización no puede disociarse del proceso de integración financiera que conlleva una apertura de la cuenta de capitales. Así, se argumenta, el ingreso de bancos extranjeros al mercado local haría más fácil el acceso de las economías emergentes a los mercados de capital externo, lo que llevaría, a su vez, a que sean menos frecuentes los episodios en los cuales se discontinúan los flujos externos en forma abrupta. Lo anterior permitiría absorber de mejor manera las disminuciones transitorias de ingreso provocadas por caídas en los términos de intercambio (u otro tipo de *shock*), al mismo tiempo que facilitaría el acceso a fuentes de financiamiento de largo plazo a un menor costo. Esto último sería beneficioso principalmente para las pequeñas y medianas empresas que no tienen acceso directo a los mercados de capital internacional vía ADR o emisión de bonos. En resumen, una mayor presencia de bancos extranjeros en la plaza local facilitaría el proceso de integración financiera con el resto del mundo, a la vez que permitiría el desarrollo de un mercado financiero más profundo y sólido. Los argumentos anteriores cobran mayor importancia al reconocerse que el proceso de integración financiera es un fenómeno con inercia propia y frente al cual los países emergentes tienen pocas opciones, excepto adaptar sus economías y mercados para funcionar en un mundo crecientemente globalizado. Así, se concluye, mientras más resistan los países este proceso y demoren la adopción de medidas que faciliten el ajuste de sus economías, más alto será el costo que deberán pagar en términos de bienestar y crecimiento económico de largo plazo.

Riesgos potenciales

En contraposición a los argumentos previos, se ha planteado que la internacionalización de la banca y el proceso de integración financiera que le acompaña pueden ser fuente de inestabilidad económica más que de crecimiento y bienestar. Lo anterior se fundamenta en la creencia de que los capitales externos son altamente volátiles —fenómeno al que contribuirían los bancos extranjeros— y que el acceso a fuentes de financiamiento externo de bajo costo facilita la formación de burbujas especulativas, *booms* de crédito y sobreendeudamiento¹⁷. Además, en una economía integrada financieramente resulta más costoso y difícil contener los efectos de una crisis de liquidez basada en un quiebre de confianza —o corrida bancaria— dado que ésta involucra también a los acreedores externos¹⁸. Adicionalmente, en una economía integrada financieramente con el resto del mundo, existe mayor facilidad para que los depositantes y otros acreedores *domésticos* puedan sacar sus fondos del país. En resumen, la integración financiera acarrearía nuevas fuentes de inestabilidad económica y financiera a través de (i) reversiones bruscas en los flujos de capitales —producto de cambios en la percepción del riesgo-país por parte de los inversionistas externos incluidos los bancos extranjeros—, los que crearían problemas extremos de liquidez, (ii) la formación de burbujas especulativas, sobreendeudamiento y ciclos de expansión y contracción de crédito (y actividad económica), y (iii) la posibilidad de contagio producido por *shocks* externos adversos en otras economías emergentes. Todos estos problemas implican una potencial reversión de cualquier avance y/o beneficio que se pueda obtener del proceso de integración financiera internacional, lo cual lleva a la conclusión que dicho proceso debe limitarse y, en el extremo, evitarse.

¹⁷ Un argumento adicional (no explorado en este trabajo) dice relación con el hecho que los bancos extranjeros tienden a segmentar el mercado del crédito, atendiendo las necesidades de financiamiento de los segmentos menos riesgosos de la economía nacional y dejando los segmentos de más alto riesgo a los bancos locales, lo que llevaría a un sistema bancario nacional más debilitado (Stiglitz, 1994).

¹⁸ Es importante destacar que una crisis de liquidez externa puede evitarse con un sistema de tipo de cambio flotante estricto—del mismo modo que en el esquema de Diamond y Dybvig (1983) una corrida contra los bancos puede evitarse si éstos funcionan como un fondo mutuo. Sin embargo, para efectos de esta discusión implícitamente suponemos (en forma más realista) que, por razones que trascienden el ámbito de este trabajo, los países funcionan con tipos de cambio fijos (cajas de convertibilidad) o semifijos (bandas cambiarias).

Lo anterior lleva a preguntarse lo siguiente: ¿Son los flujos de capital privado fuente de inestabilidad económica, o son otras las causas de los ciclos de expansión y contracción en el crédito bancario y la inestabilidad asociada a éstos? ¿Son los bancos extranjeros fuente de inestabilidad financiera, o son otras las causas que se esconden detrás de ésta? ¿Cuáles son las causas del exceso de endeudamiento externo y cómo puede corregirse? Todas estas interrogantes pueden y deben ser analizadas conceptualmente, pero su respuesta definitiva debe validarse en un análisis empírico cuidadoso.

Ciclos de crédito

Respecto de la ocurrencia de ciclos de expansión y contracción del crédito bancario y su relación con crisis financieras y con flujos de capitales privados, trabajos recientes permiten concluir que dichos ciclos suelen ser parcialmente financiados por influjos de capitales y con frecuencia dan origen a períodos de crisis financiera. Sin embargo, los influjos de capitales *no son* la causa, sino más bien la consecuencia de los ciclos de crédito. Estos últimos se deben a procesos domésticos tales como liberalización financiera o ciclos exógenos de la economía. Por ejemplo, Gourinchas, Landerretche y Valdés (1998) analizan una muestra grande de 91 países para el período 1960-1996 y observan que, efectivamente, las crisis financieras son más frecuentes luego de un *boom* de crédito. Sin embargo, éstos suelen ocurrir con alzas significativas de tasas de interés domésticas y aumentos en los flujos de capital externo, pero *no* con bajas de las tasas internacionales de interés. Lo anterior significa que son factores domésticos y no externos (exógenos) los que causarían la afluencia de capitales. Los autores también observan que los *boom* de crédito no parecen distintos en los años ochenta y noventa respecto de períodos previos, aun cuando los flujos de capitales privados hacia las economías emergentes aumentaron en las últimas décadas producto de la mayor integración financiera. Además, las crisis financieras fueron más frecuentes en los años ochenta, período en el cual se observó una corriente liberalizadora de los sistemas financieros en el mundo.

En un estudio relacionado que comprende 61 países para el período 1970-1995, Hernández y Landerretche (1998) observan que, en general,

los períodos de crisis financiera ocurren luego de *booms* de crédito, pero que estos últimos tienden a asociarse con influjos de capitales sólo en el caso de los países en desarrollo. Además, los flujos de capitales privados son proporcionalmente *menores* en el caso de economías que experimentan luego períodos de crisis financiera. De esto se desprendería que los inversionistas internacionales se exponen menos en aquellas economías que son más proclives a experimentar dificultades en el sector financiero—prestan más a economías más sólidas, que cuentan con sistemas financieros menos vulnerables.

Por último, al analizar el comportamiento del precio de los activos en una economía con un sistema financiero sólido, como ha sido la chilena en los años noventa, Bergoeing, Morandé y Soto (1999) concluyen que estos precios fueron afectados principalmente por la eliminación de las restricciones que afectaban las inversiones de las AFP, así como por la política monetaria seguida por el Banco Central, pero *no* por la mayor afluencia al país de capitales privados de los últimos años. En resumen, la evidencia recientemente analizada sugiere que los ciclos de crédito y de precios de los activos se relacionan más con fenómenos domésticos, tales como liberalización financiera, más que con la entrada de capitales privados. Estos últimos serían consecuencia de lo que ocurre domésticamente—ayudan a financiar los *boom* de crédito que se producen tras liberalizar el sector financiero—pero no serían la causa de los problemas que afligen a las economías emergentes.

Bancos extranjeros y reversibilidad de flujos

Respecto de la presencia de los bancos extranjeros en el mercado local, la evidencia existente, aunque preliminar, sugiere que en mercados donde hay una mayor participación de bancos extranjeros existe también un mayor grado de eficiencia, al mismo tiempo que se ofrece un mayor número de productos financieros (Dobson, 1998). Además, Peek y Rosengreen (1998) sugieren que los bancos extranjeros no serían fuente de inestabilidad, por cuanto no son éstos los primeros en retirarse de los mercados emergentes frente a alguna dificultad. Así, en un análisis de los orígenes de la crisis de Asia, estos autores estudian el comportamiento de los bancos japoneses y se preguntan si estos últimos, producto

de la crisis financiera de Japón, serían responsables de la crisis de liquidez vivida en los países más afectados. Sorprendentemente estos autores observan que, contrario a lo esperado, los bancos japoneses redujeron su participación en los mercados mayoristas de Hong Kong, Singapur y otros centros financieros como Estados Unidos y Europa, pero mantuvieron hasta mediados de 1997 un flujo creciente de recursos hacia los países del sudeste asiático¹⁹. Este resultado es consistente con el reportado por Hernández y Landerretche (1998) en el sentido que los países que sufren una crisis financiera, en general, siguen recibiendo flujos privados *positivos* desde el exterior, aunque en menor cuantía que en años anteriores a la crisis. Cabe recordar que en varias crisis recientes —América Latina en los ochenta, México en 1994 y Asia en 1997— se ha observado como, a pocas semanas (a veces días) de declararse una moratoria, grandes y prestigiosos bancos comerciales o de inversión extranjeros han estado en conversaciones para otorgar un crédito al país que entra en crisis (véase Frankel y Schmukler, 1998). Así, la experiencia de crisis recientes sugiere que los primeros inversionistas en ‘arrancar’ suelen ser acreedores domésticos y no extranjeros, dando lugar a lo que se conoce como ‘fuga de capitales’. En resumen, los distintos análisis sugieren que los bancos extranjeros difícilmente pueden ser culpados de generar situaciones de crisis, quedando en la mayoría de los casos sus recursos comprometidos —y en montos significativos— luego que éstas se declaran.

Sobreendeudamiento

Respecto a la posibilidad de que ocurra sobreendeudamiento externo en presencia de flujos de capitales privados, cabe preguntarse cuál es la causa de éste. Así, Fernández-Arias y Lombardo (1998) muestran que si este fenómeno se debe a una demanda insatisfecha por bienes de consumo o inversión agregada, la solución óptima *no* es restringir el acceso al financiamiento externo (restringir la integración financiera), sino poner un impuesto al gasto. Una vez más se confirma el resultado de que cada problema debe atacarse en su origen —solución del ‘primer mejor’ (*first best*)— y no a través de una medida alternativa que introduzca otra distorsión en la economía. Por otra parte, los mismos autores concluyen que si el problema radica

en que el acceso a un mayor financiamiento externo genera un ‘exceso’ —respecto del óptimo social— de endeudamiento de corto plazo, incrementando así el riesgo de iliquidez de la economía, entonces la política óptima (de primer mejor) es subsidiar el endeudamiento de largo plazo. Alternativamente puede ponerse un impuesto al endeudamiento de corto plazo con una medida similar al encaje usado en Chile desde 1991, o bien contratarse una línea de crédito contingente (en moneda extranjera) con algún organismo externo para enfrentar situaciones de iliquidez. En resumen, la conveniencia de restringir o no la integración financiera con el resto del mundo depende de la distorsión que da origen al problema de sobreendeudamiento o de una composición de deuda externa subóptima.

Crisis de liquidez global

Un último aspecto sobre el que existe debate se refiere a las posibilidades de contagio, esto es, enfrentar situaciones de crisis derivadas de *shocks* negativos que afectan a otras economías y que llevan al mercado internacional a reaccionar, o sobre-reaccionar, restringiendo el acceso al financiamiento externo e imponiendo altos costos de ajuste. Al respecto cabe señalar que los *shocks* que generan contagio *real* —esto es, que producen un deterioro de los fundamentos (*fundamentals*) de la economía, tales como caída en términos de intercambio, alzas en tasas de interés externas, u otros— no debieran ser motivo de debate. Lo anterior se desprende de que frente a estos *shocks* reales lo que corresponde hacer es ajustarse, siendo la mejor defensa contra ellos la diversificación y no la autarquía —una mayor integración tanto financiera como real.

Sin embargo, tal como en una economía cerrada se producen corridas bancarias por un quiebre de confianza (infundado) en su sistema bancario, a nivel internacional se pueden producir

¹⁹ Estos resultados deben interpretarse con cuidado. Si bien muestran que los bancos japoneses no ‘estrangularon’ a los deudores de estos países exigiéndoles pagar sus créditos, tampoco aseguran acceso a recursos frescos. Esto porque el flujo ‘creciente’ puede representar en parte la capitalización de intereses impagos, mientras que la reducción de créditos a los mercados de Singapur y Hong Kong puede haber significado una reducción efectiva de recursos frescos a los países del sudeste asiático debido a la re- colocación de préstamos desde estos centros financieros hacia otras plazas.

situaciones de iliquidez global que no se deban a un deterioro de los fundamentos de los países partícipes, aunque puedan finalmente conducir a ello. Las economías modernas han creado, a escala nacional, la institución del prestamista de última instancia y del seguro de depósitos para evitar estas situaciones de equilibrios ‘perversos’ (o quiebres de confianza). En el ámbito internacional, sin embargo, nada garantiza que estas situaciones no se produzcan, porque no existe un banco central mundial que pueda proveer la liquidez necesaria

en situaciones de crisis. Así, se concluye, existe una ganancia potencial global de crear una institución que logre evitar estas crisis de liquidez internacional. Esto último permitiría aprovechar al máximo los beneficios de una completa integración financiera internacional —mayor acceso a fondos de inversión para los países emergentes, mayor diversificación de carteras de inversión, accesos a mejores y más eficientes instrumentos financieros, etc., y evitar los riesgos de una posible crisis de confianza

RECUADRO 1

Riesgo Moral y Selección Adversa

Los problemas de riesgo moral y selección adversa han sido objeto de estudio en economía principalmente en relación con problemas en la industria de seguros, y se refieren a los cambios de conducta de los agentes económicos toda vez que aparecen este tipo de contratos contingentes¹.

En particular, el problema de riesgo moral se refiere a que los agentes actúan en forma más riesgosa luego que han adquirido un seguro contra un determinado evento; esto es, tomando menos precauciones para evitar tal evento. Así, por ejemplo, se espera que los dueños de automóviles tomen menos precauciones para evitar un accidente (o robo) después de haber adquirido un seguro que les reembolsa frente a cualquier pérdida. Para evitar este tipo de comportamiento las compañías de seguros han ideado contratos con deducibles y con primas variables, las que se incrementan con el número de infracciones de tránsito (o disminuyen si existen accesorios tales como alarmas). Así, el asegurado sufre algunas pérdidas si muestra una alta propensión al riesgo.

Por otra parte, el problema de selección adversa se refiere a que sólo algunos agentes mostrarán interés en contratar un determinado seguro, en particular aquéllos que están altamente expuestos al riesgo contra el cual dicho seguro intenta proteger. Siguiendo con el ejemplo anterior, para un determinado seguro automotriz —con una prima y beneficios dados— ocurrirá que sólo lo contratarán aquellos individuos que viven (o estacionan su automóvil) en un sector de alto riesgo, que tienen automóviles altamente vulnerables y fáciles de comercializar (en partes o completos) o que conducen en forma muy descuidada. Para evitar este problema las compañías de seguros ofrecen productos

diferenciados—con distintos beneficios y precios— a distintos segmentos de la población (por ejemplo, en Estados Unidos el costo de un seguro automotriz depende de la edad de los choferes registrados, siendo éste más caro si entre los últimos hay adolescentes).

Los mismos problemas se presentan en el caso de la industria bancaria, cuando se establece un seguro de depósitos o un seguro contra crisis de liquidez (esto es, cuando existe un prestamista de última instancia). Así, en presencia de un seguro de depósitos los acreedores de los bancos pondrán menos interés en vigilar el riesgo de la institución donde hacen sus depósitos, permitiéndole a bancos (y en algunos casos las financieras) seguir una política de inversiones más riesgosa. Igualmente, en presencia de un prestamista de última instancia los bancos serán menos cuidadosos en el manejo de su liquidez, aumentando su descalce de plazos entre activos y pasivos. Al igual que en el caso de los seguros de automóviles, para minimizar estos problemas las autoridades generalmente imponen restricciones a las instituciones financieras en la forma de requisitos mínimos de liquidez y capitalización, descalce máximo de plazos, diversificación mínima del portafolio de activos y otras. Además, el seguro de depósitos estatal normalmente se provee solo a los pequeños depositantes del sistema financiero, obligando a los grandes clientes a monitorear a las instituciones de crédito.

¹ Contratos contingentes son aquéllos donde los pagos acordados se ejecutan sólo cuando se da una determinada situación (o estado de la naturaleza) u ocurre un determinado evento (normalmente en una fecha futura).

(infundada) con importantes costos reales. El principal desafío está, entonces, en crear una institución que haga las veces de prestamista de última instancia a un costo 'bajo', de tal manera que los países involucrados perciban un beneficio neto y decidan participar de dicha institución.

La principal dificultad de crear una institución de esta naturaleza a escala internacional está en lograr que ésta sea efectiva. Ello requiere que tenga los recursos suficientes para prestar con la cuantía y con la celeridad necesarias, que pueda distinguir entre situaciones de insolvencia e iliquidez, que cuente con las atribuciones necesarias para lograr que los países partícipes no abusen del sistema y que cobre a los países un precio "justo" por el seguro de liquidez que provee. Sólo de esta forma se controlarán los problemas de riesgo moral y selección adversa (ver recuadro 1) asociados a su operación, y se logrará también que los países con buenos fundamentos económicos —con bajo riesgo de iliquidez— prefieran participar del sistema en vez de autoasegurarse, manteniendo, por ejemplo, gran cantidad de reservas internacionales.

La creación de una institución de este tipo está siendo actualmente analizada por los distintos organismos financieros multilaterales²⁰. Sin embargo, al igual que en el caso de la regulación bancaria y financiera descrita en la sección anterior, su efectividad y viabilidad depende en gran medida de la participación del sector privado y del uso de señales de mercado. En particular, la cuantía de los recursos requeridos sugiere que en su operación se requerirá de la concurrencia del sector privado. Además, la necesidad de cobrar un precio 'justo' y evitar confundir los problemas de liquidez con los de solvencia, dado el entorno rápidamente cambiante de los mercados (y por tanto de los países), requiere del uso de mecanismos complejos de medición de los distintos riesgos. Además, estos mecanismos deben ser sensibles a los cambios en dicho entorno. Es poco probable que una entidad multilateral formada por un conjunto grande de países pueda por sí sola crear una institución con la agilidad, eficacia y eficiencia requeridas para lograr estos objetivos. Es más factible que una solución efectiva resulte de la participación de agentes privados, en conjunto con el uso de instrumentos basados en señales de mercado, como son los precios.

Aun cuando resulta prematuro extraer conclusiones definitivas sobre el particular, es relevante mencionar la línea de crédito contingente contratada para estos fines por el gobierno argentino con un consorcio de 14 bancos internacionales. En este acuerdo los bancos participantes se comprometen a proveer liquidez en caso de crisis, pero cobran un precio por este seguro que fluctúa conforme a como evoluciona la economía argentina y, en particular, los bancos de ese país. La principal ventaja de este mecanismo sobre uno en que una entidad multilateral —tipo FMI— provea liquidez radicaría en que éste impondría mayor disciplina *ex-ante*, reduciendo así el problema de riesgo moral, aunque ambos serían igualmente efectivos para resolver en forma ordenada una eventual crisis (Gavin y Powell, 1998). Soluciones de este tipo, donde el sector privado usa señales de mercado de alta frecuencia (precios observados periódicamente) como mecanismos disciplinarios, pueden resultar un buen complemento para instituciones creadas por entidades multilaterales. El caso de Nueva Zelanda, donde el problema de la regulación bancaria y del seguro de depósito se resolvió aumentando fuertemente los requisitos de disseminación de información exigidos a los bancos (Cordella y Levy, 1998) e internacionalizando por completo la banca (esto es, fortaleciendo la disciplina de mercado), también sugiere que las autoridades nacionales y los organismos multilaterales debieran adoptar medidas que cada vez más se apoyen en mecanismos de mercado. Esto último es especialmente válido si se considera el gran dinamismo de los mercados financieros y, por tanto, los potenciales beneficios que las economías emergentes —y desarrolladas— derivarían de participar en éstos.

CONCLUSIONES

El proceso de integración financiera e internacionalización de la banca conlleva grandes beneficios potenciales para los países que participen de él, los que se manifiestan

²⁰ Dos conferencias sobre estos temas han sido realizadas recientemente en Washington. La primera, organizada por el FMI en mayo último, se tituló *Conference on Key Issues in Reform of the International Monetary and Financial System*. La segunda, organizada por el BID en julio de este año, se tituló *Redesigning the International Financial Architecture: Toward a Shared View of the Issues*. Para una descripción de los distintos tópicos y propuestas véase Eichengreen (1999).

en un mayor desarrollo y profundidad de sus mercados financieros y, producto de esto último, un mayor crecimiento y bienestar económico en el largo plazo. Este proceso ocurre en parte por cambios en las regulaciones de los países, los que facilitan la integración de sus mercados con el resto del mundo, pero también por los desarrollos tecnológicos —en informática y en comunicaciones— que han alterado la manera de hacer negocios del sector financiero. Dado lo anterior, el costo para los países de marginarse de este proceso es creciente en el tiempo, tanto porque las economías de escala y ámbito potenciales aumentan con los nuevos desarrollos tecnológicos y financieros, como porque para mantener una cierta situación de aislamiento o autarquía financiera los países requieren imponer distorsiones artificiales cada vez mayores. Los costos de eficiencia económica asociados a estas distorsiones son mayores mientras más tiempo dure el aislamiento. Todo esto sugiere que las economías emergentes deben buscar integrarse financieramente con el resto del mundo.

A pesar de lo anterior, cabe destacar que el proceso de integración financiera no está exento de dificultades. En particular, éste expone las economías a posibles cambios bruscos en la percepción del riesgo-país por parte de inversionistas internacionales, así como a la posibilidad de experimentar una crisis de liquidez generada por *shocks* adversos en otros países o regiones. Sin embargo, otras dificultades atribuidas a dicho proceso, como son, por ejemplo, la posibilidad de experimentar ciclos de expansión y contracción del crédito bancario y un *boom* insostenible de precios de activos, no son causadas por la integración financiera *per se*, sino que, en general, se deben a distorsiones y políticas domésticas. Lo mismo ocurre con problemas como el sobreendeudamiento y el excesivo descalce en plazos entre activos y pasivos, lo que aumenta el riesgo de iliquidez de una economía. Frente a estas dificultades lo que debe hacerse es corregir en su origen el problema que las causa y no pretender revertir el proceso de integración financiera; hacer esto último llevaría a desaprovechar posibilidades de crecimiento futuras.

El origen de las crisis de los países de Asia no fue la entrada de capitales *per se*, sino el estado de sus instituciones financieras domésticas y, en particular, el ambiente institucional en que éstas operaron. El proceso de integración financiera, más que crear

problemas, lo que hizo fue poner de manifiesto las deficiencias del sector financiero (y del sector corporativo) de estos países, las cuales no fueron corregidas con la celeridad requerida. Las deficiencias del sistema financiero doméstico en las economías en desarrollo deben corregirse antes y durante el proceso de integración financiera. Sin embargo, dado que algunas deficiencias pueden pasar inadvertidas, debido al escaso nivel de intermediación existente, el proceso de integración financiera puede impulsar un proceso de reforma que es necesario en la mayoría de las economías en desarrollo. En el mismo sentido puede contribuir el ingreso de instituciones financieras extranjeras de prestigio dotadas de capital humano y tecnología de punta. Pensar lo contrario —esto es, que la integración financiera sea la fuente de los problemas y, por lo tanto, debe evitarse— es erróneo. Seguir esta última vía no sólo evitará corregir las deficiencias del presente, sino también reducirá las posibilidades de crecimiento futuras.

Incluso en una situación de completa integración financiera las economías pueden sufrir reveses derivados de *shocks* internos o externos, lo cual no significa que los países deban aislarse financieramente, sino buscar los mecanismos que permitan absorber dichos *shocks* de manera menos costosa. Esto plantea un desafío permanente para las tareas de regulación y supervisión de los mercados financieros, por cuanto los agentes responsables de dichas tareas deben velar por mantener una regulación flexible —que no ponga en jaque el desarrollo de la industria— pero que, al mismo tiempo, permita detectar los problemas en una etapa temprana de su gestación. El mismo desafío se plantea en el ámbito internacional donde, por ejemplo, han surgido iniciativas destinadas a crear una institución que sirva de prestamista de última instancia, la que en principio permitiría una mayor estabilidad financiera a escala global. La principal dificultad con estas iniciativas es que las instituciones que se busca crear —normalmente a través de un organismo supranacional— pueden terminar causando aún más problemas, por cuanto tienden a exacerbar el riesgo moral y la selección adversa y a no responder adecuadamente a los cambios en el entorno.

El camino a seguir en este contexto pareciera ser el de buscar apoyo en señales y mecanismos de mercado, los que son altamente sensibles a cambios en el entorno económico y permiten imponer un

mayor grado de disciplina sobre los distintos intermediarios. Sólo de esta manera se llegará a construir sistemas financieros sólidos que promuevan el desarrollo y, además, sirvan de mecanismo amortiguador de los *shocks* externos. De hecho, la probabilidad que un país tenga de sortear con éxito distintos *shocks* depende en gran medida de la fortaleza de su sistema financiero (Goldfajn y Gupta, 1998). Ello queda ejemplificado por la solidez del sistema financiero chileno, que resultó ser un gran activo al momento de enfrentar las turbulencias de la economía internacional durante el período 1997-1999. Todo lo anterior permitirá minimizar los riesgos de sufrir interrupciones bruscas en las fuentes de financiamiento externo. Además, las autoridades deben perseverar en la promoción de iniciativas que den mayor flexibilidad a sus economías —por ejemplo, a través de reformas laborales y la eliminación de mecanismos de indexación automáticos— de modo que se facilite el proceso de ajuste frente a los distintos *shocks*.

REFERENCIAS

- Ahumada, A. y C. Budnevich (1998). "Some Measures of Financial Fragility in the Chilean Banking System: An Early Warning Indicators Application". Mimeo, Banco Central de Chile, septiembre.
- Ahumada, A. y C. Budnevich (1999). *Economía Chilena* este número.
- Atiyas, I., G. Caprio y J. Hanson (1994). *Financial Reform, Theory and Experience*. Cambridge, Massachusetts, EE.UU.: Cambridge University Press.
- Barth, J., G. Caprio y R. Levine (1998). "Financial Regulation and Performance: Cross-Country Evidence". Mimeo, The World Bank, agosto.
- Bergoeing, R., F. Morandé y R. Soto (1999). "Asset Prices in Chile: Facts and Fads". Mimeo, Programa ILADES-Georgetown, abril.
- Bergoeing, R., F. Morandé y R. Soto (1999). *Economía Chilena* este número.
- Brock, P. (1992). *If Texas Were Chile*. San Francisco, California, EE.UU.: ICS Press.
- Buiter, W., Sibert, A. (1999). "UDROP, A Contribution to the New International Financial Architecture". Mimeo, Bank of England, julio.
- Calomiris, C. (1998). "Blueprints for a New Global Financial Architecture". Conference the American Enterprise Institute for Public Policy Research. Columbia University, octubre.
- Calvo, G. (1997). "Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets". Mimeo, University of Maryland.
- Chang, R. y A. Velasco, "The 1997-1998 Financial Crisis: Why in Asia? Why not in Latin America?". Mimeo, Federal Reserve Bank of Atlanta, julio.
- Claessens, S. y T. Glaessner (1998). "The Internationalization of Financial Services in Asia". Policy Research Working Paper N° 1911, The World Bank, abril.
- Cordella, T. y E. Levy-Yeyati (1998). "Financial Opening, Deposit Insurance, and Risk in a Model of Banking Competition". Mimeo, International Monetary Fund, septiembre.
- Diamond, D.V. y P. Dybvig (1983). "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity". *Journal of Political Economy* 91(3): 401-419.
- Dobson, W. (1998). "Internationalization of Financial Services". Mimeo, University of Toronto, septiembre.
- Eichengreen, B. (1999). *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*. Washington, EE.UU.: Institute for International Economics.
- Fernández-Arias y E. D. Lombardo (1998). "Market Discipline and Exuberant Foreign Borrowing". Mimeo, Inter-American Development Bank, septiembre.
- Fernández-Arias, E. y R. Hausmann (1999). "International Initiatives to Bring Stability to Financial Integration". Mimeo, Inter-American Development Bank, marzo.
- Folkerts-Landau, D. y P. Garber (1999). "The New Financial Architecture: A Threat to the Markets?". *Global Markets* 2(2): 1-15.
- Frankel, J. y S. Schmukler (1998). "Country Funds and Asymmetric Information". World Bank Policy Research Working Paper N° 1886, febrero.
- Gavin, M. y A. Powell (1998). "Should International Lender of Last Resort Lending be Privatized?". Mimeo, Inter-American Development Bank, septiembre.
- Gavin, M. y R. Hausmann (1996). "Make or Buy: Approaches to Financial Market Integration". Mimeo, Inter-American Development Bank, septiembre.
- Goldfajn, I. and P. Gupta (1998). "Overshootings and Reversals: the Role of Monetary Policy". Mimeo, International Monetary Fund, septiembre.
- Goodhart, C., P. Hartmann, D. Llewellyn, L. Rojas-Suárez, S. Weisbrod (1998). *Financial regulation. Why, how and where now?*. London and New York: Routledge (published in association with the Bank of England).

- Gourinchas, P., R. Valdés y O. Landerretche (1998). "Lending Booms: Some Stylized Facts". Mimeo, Central Bank of Chile, septiembre.
- Hernández, L. y O. Landerretche (1998). "Capital Inflows, Credit Booms and Macroeconomic Vulnerability: The Cross-Country Experience". Mimeo, Central Bank of Chile, septiembre.
- Keefer, P. (1998). "The Myth of Gridlock: Banking Crises in the Presence of Political Checks and Balances". Mimeo, The World Bank, agosto.
- King, R. y R. Levine (1993). "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right". *Quarterly Journal of Economics* 108 (3): 717-38.
- Levine, R. (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". *Journal of Economic Literature* 35 (2): 688-726.
- Levine, R., N. Loayza y T. Beck (1999). "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes". Mimeo, The World Bank, marzo.
- Martínez, M. y S. Schumkler (1998). "Do Depositors Punish Banks for Bad Behavior?: Examining Market Discipline in Argentina, Chile, and Mexico". Mimeo, The World Bank, diciembre.
- Peek, J. y E. Rosengren (1998). "Japanese Banking Problems: Implications for Southeast Asia". Working Paper 98-7, Federal Reserve Bank of Boston, octubre.
- Stiglitz, J. (1994). "The Role of the State in Financial Markets". En *Proceedings of the World Bank Conference on Development Economics 1993*, editado por M. Bruno and B. Pleskovic. Washington DC, EE.UU.: The World Bank.
- The World Bank (1993). *The East Asian Miracle*. Washington DC, EE.UU.: Oxford University Press.