



14 de mayo 2009

La globalización financiera, la crisis y América Latina

Discurso de Jaime Caruana

Director General, Banco de Pagos Internacionales

XLVI Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano y
LXXXVII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España

República Dominicana

La crisis, incluso antes de terminar ha planteado cuestiones importantes sobre la globalización financiera. Junto a los aspectos de gestión de riesgos en el sector privado y las reformas en los ámbitos de la regulación y supervisión prudencial, es preciso que reflexionemos sobre cómo afectará la crisis a la intermediación financiera internacional a medio plazo.

A lo largo de los años, en el BPI (BIS) hemos analizado exhaustivamente la globalización financiera. Ha sido un área de investigación de especial importancia en nuestra oficina de representación en México. Como todos ustedes saben, este fenómeno ofrece grandes ventajas potenciales, pero también conlleva ciertos riesgos, que es preciso gestionar. Estoy muy interesado en conocer la opinión al respecto de los Gobernadores de América Latina y el Caribe en vista de la actual crisis. Es para mí un honor haber sido invitado a participar en este debate ofreciéndoles algunos puntos de vista del BPI sobre la globalización financiera.

Recientemente el BPI ha publicado las estadísticas bancarias internacionales correspondientes al último trimestre de 2008. Los activos transfronterizos globales se redujeron en un 5,4% en el cuarto trimestre de 2008 (1,8 billones de dólares a tipos de cambio constantes). Esta cifra, que se refiere a un ajuste de stocks, no parece, a primera vista, especialmente relevante. Sin embargo ha supuesto como veremos un cambio muy significativo en los flujos de financiación. La caída en la financiación bancaria transfronteriza ha sido histórica. Hasta el punto que se ha hablado de una cierta vuelta atrás en el proceso de globalización financiera. Creo que estas cifras ejemplifican muy bien la dinámica de la presente crisis financiera. Nos encontramos en una crisis dominada por ajustes de stocks, principalmente ajustes de los balances del sistema financiero y de hogares de muchos países. Dado el tamaño de los balances en relación a la economía real, en parte debido al excesivo apalancamiento, el ajuste puede ser prolongado e incluso pequeños ajustes de los stocks pueden producir cambios significativos en los flujos de financiación de la economía real. Los mercados bancarios internacionales son tan amplios que una pequeña caída porcentual supone un **enorme** revés para los flujos. Su impacto en la economía real de la región puede ser importante, especialmente cuando, en una crisis global tan compleja como la presente, viene acompañado por una disminución de la demanda global, cambios en la relación real de intercambio como consecuencia de la volatilidad en los precios de las materias primas y disminuciones en otros flujos como es el caso de las remesas.

Para analizar esta crisis y su impacto en América Latina hay que analizar los **balances financieros**, así como la evolución de los flujos. Permítanme resumir primero los principales asuntos que abordaré:

- Primero: las reformas de las políticas económicas de los países latinoamericanos llevadas a cabo desde mediados de la década de los 90 lograron crear vínculos financieros internacionales que son más resistentes a los problemas que los vínculos existentes en los años 70 y 80. Para ello fue necesario un refuerzo de los



balances financieros para el que se necesitaron muchos años, pero ahora América Latina recoge sus frutos, puesto que ha contribuido a que las economías del continente capeen una crisis financiera mundial de extraordinaria gravedad. Las políticas adoptadas ahora no deben ir en contra de dicho fortalecimiento de los balances.

- Segundo: la creación de más mecanismos sólidos de integración financiera no ha concluido. La crisis ha puesto de manifiesto varias deficiencias que me propongo describir en esta intervención.
- Tercero: el actual ajuste de su posición financiera por parte de los bancos internacionales necesitará algún tiempo. Así pues, durante los próximos años, América Latina tendrá que hacer frente a un entorno mucho más difícil para su financiación internacional. Por lo tanto, es importante continuar reforzando los mecanismos de intermediación financiera interna. Asimismo, es preciso tomar medidas para evitar un desplome de la financiación internacional, que, a mi juicio, es un riesgo en estos momentos.

Mi presentación es de carácter general, sin entrar en detalles por países, lo que sin duda no hace justicia a la heterogeneidad de la zona y por tanto en algunos casos puede suponer una excesiva simplificación.

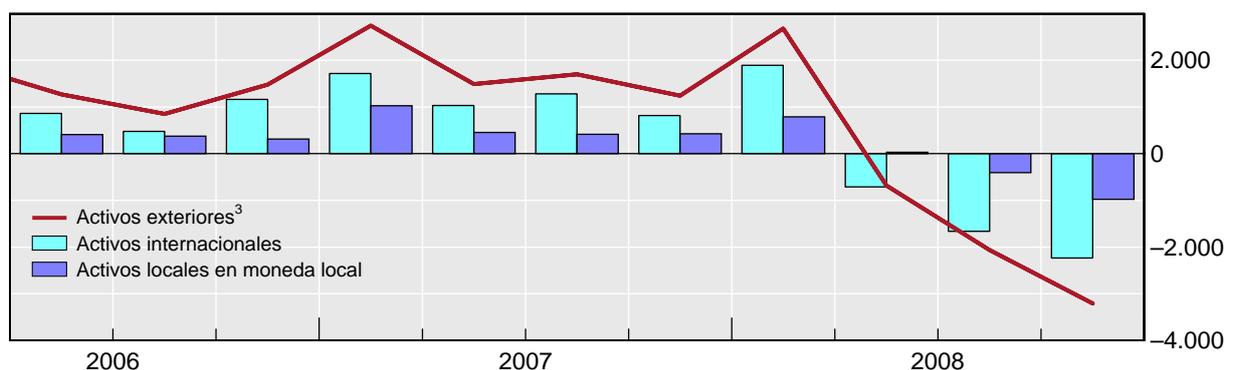
Impacto de la crisis

Para empezar, analizaré el impacto de la crisis sobre el sistema bancario. La medida más amplia de la intermediación bancaria internacional la ofrecen los activos consolidados que declaran los bancos que participan en las estadísticas del BPI. Esta medida abarca tanto sus activos transfronterizos como los activos locales de sus filiales en el extranjero. A tipos de cambio constantes, estos activos se han reducido sustancialmente en los últimos trimestres (véase el Gráfico 1). El descenso registrado en el último trimestre ha sido el mayor hasta la fecha, con más de tres billones de dólares. Destaca que los activos transfronterizos se hayan reducido mucho más que los activos locales.

Gráfico 1

Préstamos consolidados de los bancos declarantes al BPI¹

Variación en volúmenes², en miles de millones de dólares de EEUU



¹ Posiciones consolidadas en todo el mundo de bancos con sede en 30 países declarantes. ² Variación trimestral de los volúmenes en circulación. ³ Los activos exteriores se componen de activos internacionales y activos locales en moneda local; los activos internacionales componen activos transfronterizos en todas las monedas y activos locales en divisas; los activos locales son los contabilizados por sucursales extranjeras de bancos declarantes frente a residentes del país en el que se ubica la sucursal.

Fuente: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI en términos de prestatario inmediato (IB).



Cuadro 1

**Activos externos de bancos declarantes al BPI
frente a todos los países¹**

En miles de millones de dólares de EEUU

	2008				<i>Pro memoria: Préstamos otorgados en el T4</i>
	T1	T2	T3	T4	
Total de activos externos	1.029	-772	168	-1.790	30.952
Préstamos	1.139	-862	150	-1.678	22.450
Valores	-66	21	18	-211	6.408
Otros	-44	69	0	99	2.093

¹ Variaciones estimadas ajustadas por el tipo de cambio, incluidos activos frente a organizaciones internacionales y excluidos activos frente a residentes.

Fuente: Estadísticas bancarias territoriales del BPI.

Este espectacular descenso de los activos bancarios transfronterizos se aprecia en el Cuadro 1. No hay duda de que el grueso de este ajuste se debe a los préstamos bancarios, en concreto préstamos hacia los principales centros financieros.

No obstante, la cifra total de préstamos bancarios transfronterizos al conjunto de países en desarrollo aún experimentó una caída de más de 200 mil millones de dólares —el mayor descenso de la historia. Los préstamos a entidades financieras sufrieron un descenso más acusado que los destinados al sector no financiero (Cuadro 2).

La fuerte contracción de los préstamos interbancarios —próxima al 15%— nos permite constatar lo que ya sabíamos: que las entidades bancarias están en el epicentro de esta crisis. Al mismo tiempo, un buen número de prestatarios de mercados emergentes han quedado en la práctica sin acceso a los mercados internacionales de bonos.

El Gráfico 2 muestra que la financiación externa, tanto bancaria como mediante bonos, que llega a América Latina se redujo en 42 mil millones de dólares en el último trimestre de 2008. Estos datos sobre flujos reales, pese a ser malos, son sólo uno de los muchos

Cuadro 2

Financiación transfronteriza de economías de mercado emergente

En miles de millones de dólares de EEUU

	2008				<i>Pro memoria: Préstamos otorgados al T4</i>
	T1	T2	T3	T4	
Préstamos transfronterizos ¹	168	105	47	-205	1.994
A entidades bancarias	88	41	18	-178	989
Al sector no bancario	80	64	29	-27	1.005

¹ Préstamos externos de bancos declarantes al BPI frente a países en desarrollo, variaciones estimadas ajustadas por el tipo de cambio.

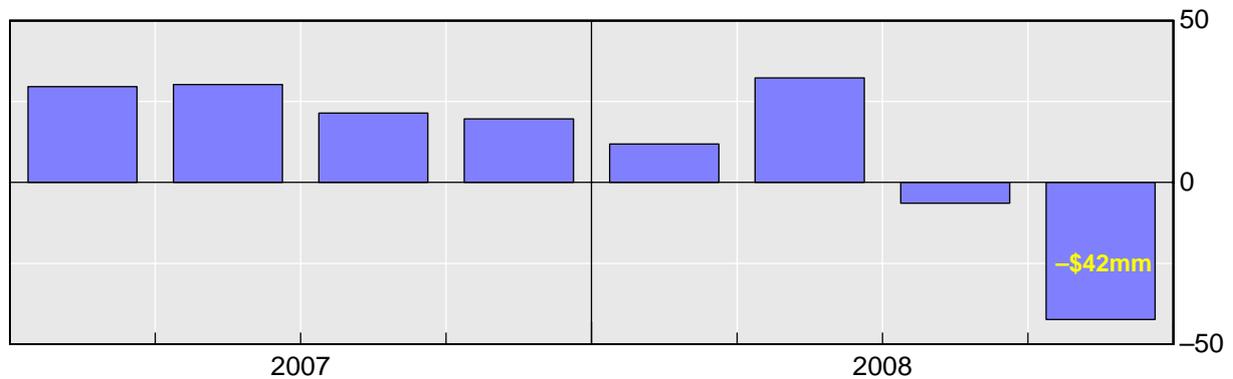
Fuente: Estadísticas bancarias territoriales del BPI.



Gráfico 2

Inversión de los flujos de entrada de capitales en América Latina y el Caribe¹

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ Variaciones, ajustadas por el tipo de cambio, de los préstamos de bancos declarantes al BPI frente a países de América Latina y el Caribe, más emisiones netas de valores de deuda internacional de residentes en América Latina y el Caribe. Quedan excluidos los centros financieros extraterritoriales del Caribe.

Fuente: BPI.

factores a tener en cuenta. Otro aspecto igualmente importante es que varios servicios financieros esenciales ofrecidos por entidades bancarias internacionales se contrajeron de forma generalizada. Algunos bancos internacionales sencillamente se han retirado de algunas áreas.

El deterioro de los mercados de titulización —por ejemplo, de los préstamos de financiación comercial— continúa dando problemas incluso a las entidades bancarias internacionales más sólidas. Se han producido acusados recortes de las líneas de crédito de financiación comercial concedidas a entidades financieras y empresas latinoamericanas. Los diferenciales de los *swaps* de divisas se ampliaron, dificultando mucho la cobertura de los riesgos de divisas y de tipos de interés a los bancos de América Latina. La capacidad de creación de mercado para valores de mercados emergentes se ha reducido. Sin embargo — y esto contrasta mucho con crisis anteriores— no se han producido quiebras de bancos latinoamericanos importantes.

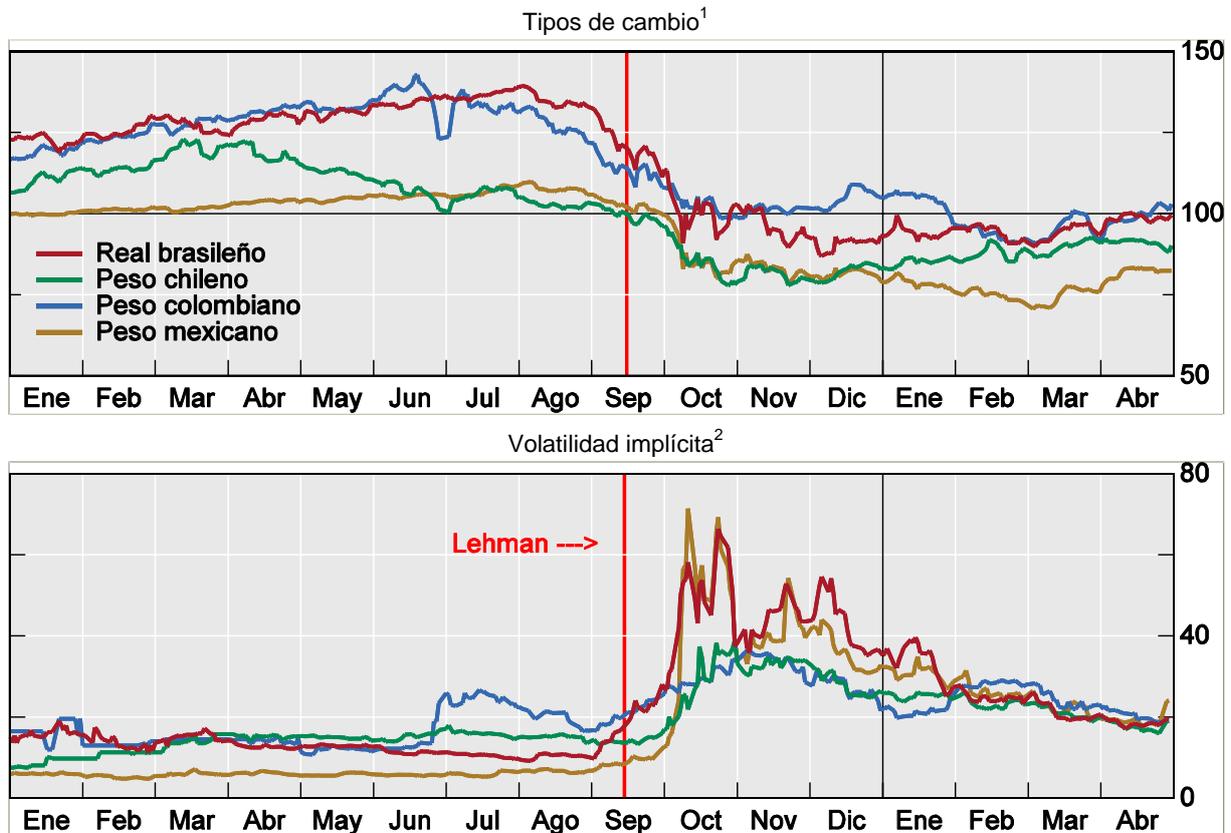
Todas las principales monedas latinoamericanas sufrieron fuertes depreciaciones en octubre (Gráfico 3). La volatilidad se adueñó de los mercados de divisas. Pero desde entonces, estas presiones extremas han disminuido y la volatilidad implícita de las monedas latinoamericanas se ha reducido desde los niveles propios de una crisis que se habían registrado hace seis o siete meses. Sin embargo, la circunstancia más reveladora es que este sobresalto no ha obligado a los bancos centrales de América Latina a subir las tasas de interés. Al contrario, han podido bajarlas para contrarrestar la caída de la economía.

Reducción de los descalces de monedas y resistencia a las alteraciones de los tipos de cambio

Una razón por la que los bancos centrales latinoamericanos tienen más margen de maniobra en esta crisis que en las décadas de los 80 y los 90 es que ya no tienen que hacer frente a graves descalces de divisas. En el pasado, América Latina era extremadamente vulnerable a la depreciación de monedas como consecuencia de sus reducidas tenencias de divisas y su fuerte dependencia de la deuda externa. Debido a esta debilidad de los balances, con frecuencia las devaluaciones se traducían en una contracción de la economía.

Gráfico 3

Tipos de cambio frente al dólar, enero de 2008 a abril de 2009



La línea roja vertical marca la fecha de la quiebra de Lehman, el 15 de septiembre de 2008.

¹ 2006 = 100. Una subida indica una apreciación de la moneda frente al dólar estadounidense. ² Opción sobre divisas *at-the-money* a un mes dólar/moneda local.

Fuentes: Bloomberg; Thomson Reuters.

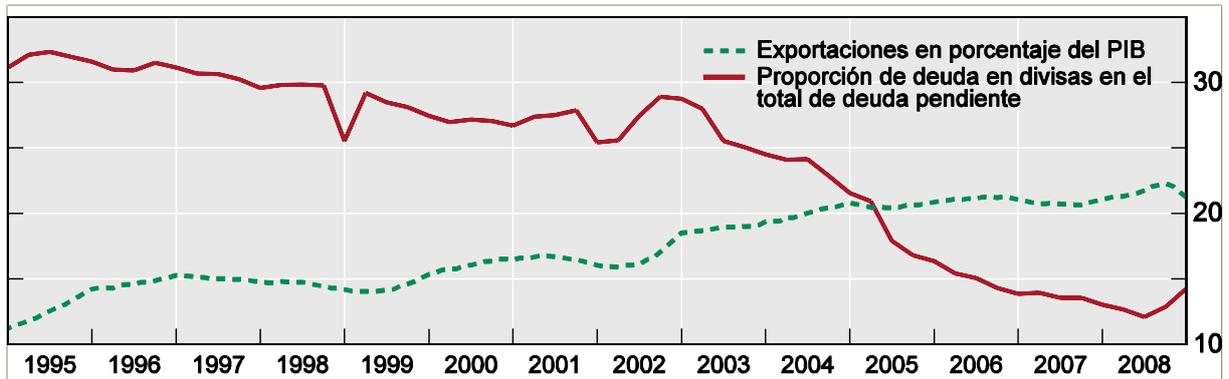
Esa misma debilidad impedía también utilizar políticas macroeconómicas de forma anticíclica. Dado que los Gobiernos debían pagar más intereses sobre la deuda extranjera cuando el tipo de cambio se depreciaba, con frecuencia la política fiscal tenía que endurecerse en una recesión. También era necesario restringir la política monetaria para intentar evitar una depreciación excesiva de la moneda nacional.

Esa misma debilidad impedía también utilizar políticas macroeconómicas de forma anticíclica. Dado que los Gobiernos debían pagar más intereses sobre la deuda extranjera cuando el tipo de cambio se depreciaba, con frecuencia la política fiscal tenía que endurecerse en una recesión. También era necesario restringir la política monetaria para intentar evitar una depreciación excesiva de la moneda nacional.

A lo largo de la última década se han eliminado los descalses de monedas. A mediados de los años 90, más del 30% del total de la deuda en América Latina estaba denominada en divisas (Gráfico 4)¹. Para 2006, este porcentaje había caído hasta situarse por debajo

¹ Este porcentaje doblaba la razón exportaciones/PIB, por lo que resulta obvio que los países no podían financiar su deuda en divisas con su actividad comercial (Gráfico 4).

Gráfico 4

Exposición a tipos de cambio de la situación patrimonial¹

¹ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; el agregado regional de exportaciones es la media ponderada de basada en el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005.

Fuentes: FMI; Thomson Reuters; cálculos del BPI a partir de las estadísticas bancarias y financieras internacionales.

del 15%. Hace una década, no había muchas personas que creyeran posible una sustitución de la deuda en divisas por deuda en moneda local de la magnitud de la que se ha producido —recordarán ustedes el antiguo debate sobre la hipótesis del «pecado original».

Al mismo tiempo, se han acumulado reservas sustanciales de activos denominados en divisas. Al final de 2008, América Latina tenía una posición en activos denominados en divisas positiva de 150 mil millones de dólares, frente al pasivo neto de 300 mil millones de dólares de finales de la década de los 90 (Gráfico 5).

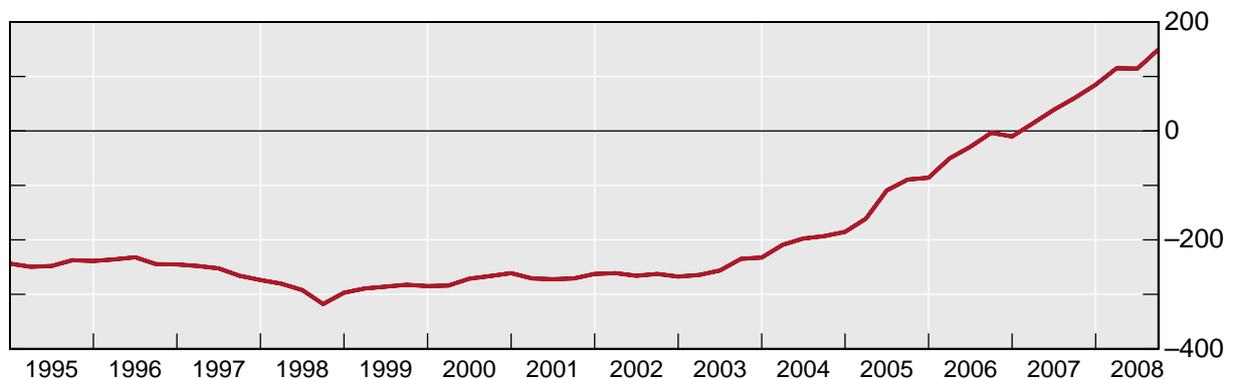
Como consecuencia, en la actualidad la depreciación de las monedas en América Latina tiene efectos **positivos** sobre los balances nacionales **en su conjunto**. Es lo contrario de lo que ocurría en las décadas de los 80 y los 90.

He hecho especial hincapié en las palabras «en su conjunto» porque algunas empresas **sí** tenían posiciones en divisas muy elevadas, en ocasiones en forma de opciones u otros

Gráfico 5

Posición neta en activos en divisas¹

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ Activos netos en divisas de las autoridades monetarias y bancos comerciales de depósito (encuesta monetaria del FMI), más activos transfronterizos en divisas de entidades no bancarias frente a bancos declarantes al BPI, menos pasivos transfronterizos en divisas de entidades no bancarias frente a bancos declarantes del BPI, menos valores internacionales de deuda en divisas en circulación; posiciones abiertas al cierre del ejercicio; suma de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuentes: Cálculos del BPI a partir de las estadísticas bancarias y financieras internacionales; FMI.



contratos derivados. Algunas de estas posiciones no eran lineales, de tal forma que las exposiciones se magnificaban cuando la divisa se situaba por debajo de los sucesivos niveles de activación (*trigger*) de estos contratos. Esto agravó las presiones que el sistema financiero tuvo que soportar a finales del año pasado. Volveré a este tema dentro de un momento.

La reducción de los descalces de monedas llevó varios años y fue el resultado de políticas deliberadas aplicadas durante la última década aproximadamente. Estas políticas fueron:

- (a) la adopción de sistemas de tipos de cambio flexibles unida a la ampliación de las reservas de divisas;
- (b) el desarrollo de mercados de bonos en moneda local;
- (c) una efectiva regulación de la liquidez de las posiciones en divisas de las entidades bancarias.

Al mismo tiempo, las entidades bancarias internacionales se inclinaron por el préstamo en moneda local a través de sus entidades afiliadas locales en detrimento de los préstamos transfronterizos en divisas.

Quisiera analizar ahora estas políticas y esta evolución desde la perspectiva de la actual crisis.

Tres políticas claves

(a) *Sistema de tipos de cambio flexibles unido a la acumulación de reservas*

En primer lugar, se ha mantenido un sólido compromiso con el sistema de tipos de cambio flexibles. Varias de las mayores economías latinoamericanas han puesto especial empeño en los últimos años en permitir que el tipo de cambio actuara como un amortiguador natural, incluso cuando esto suponía un cambio muy grande del tipo de mercado. Este amplio compromiso con la política, con frecuencia apoyado por un marco de política monetaria centrado en el control de la inflación, se mantuvo durante el último periodo de graves trastornos de los mercados.

No obstante, los bancos centrales no permanecieron inactivos. Su capacidad de actuación en los mercados había mejorado gracias a las elevadas reservas de divisas. En octubre de 2008, el principal riesgo era que un repentino cierre de las posiciones apalancadas en divisas de las empresas pudiera desatar una dinámica desestabilizadora de sobreacción del tipo de cambio y forzar nuevas ventas. En estas circunstancias realmente excepcionales, la mayoría de los bancos centrales intervinieron en el mercado de divisas de contado. En algunos casos, se dotó a las intervenciones de un carácter no discrecional con el fin de evitar que los mercados interpretaran que, con sus medidas, el banco central trataba de fijar un tipo de cambio objetivo. Por ejemplo, el Banco de México aprobó una norma en virtud de la cual debía subastar 400 millones de dólares siempre que el peso se depreciara un 2% o más.

Otra importante herramienta de la política monetaria fue el préstamo de dólares a los bancos locales. El Banco Central de Brasil, por ejemplo, utilizó pactos de recompra y *swaps* en dólares con bancos locales,² y anunció la apertura de líneas de crédito por valor de 36 mil

² Estas y otras medidas se analizan en «Global financial crisis and capital flows in 2008: a preliminary assessment» en CGFS (2009).



millones de dólares para ayudar a las empresas a hacer frente a sus obligaciones derivadas de la deuda externa.

Estos acontecimientos mostraron cómo se podía combinar la flexibilidad cambiaria con una amplia utilización de las reservas oficiales. No obstante, es posible que disponer de un elevado nivel de reservas no sea suficiente. En la presente crisis hemos podido comprobar cómo un agotamiento rápido o inesperado de las reservas, por muy amplias que sean, puede enviar una injustificada señal de debilidad a los mercados. Para solucionar esta situación se necesitan fórmulas de cooperación internacional que proporcionen fondos a los países con problemas **y, al mismo tiempo**, transmitan un inequívoco mensaje de confianza. La línea de intercambio de divisas en dólares que la Reserva Federal puso a disposición de Brasil y México logró claramente dar un impulso a la confianza. La mejora de líneas de crédito del FMI (préstamos de mayor duración a países con políticas sólidas) también contribuyó mucho a tranquilizar a los mercados. En resumen, el compromiso con la flexibilidad de los tipos de cambio, respaldado no sólo por medidas especiales de los bancos centrales, sino también por medidas internacionales, superó una importante prueba de tensión.

(b) *Mercados de bonos en moneda local*

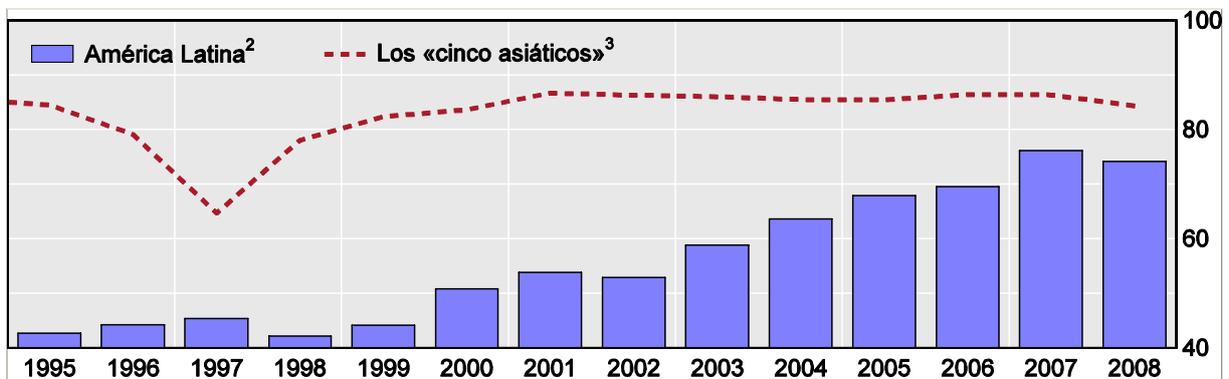
Otra importante política ha sido el desarrollo de mercados de bonos en moneda local. Durante la última década, los responsables de la política macroeconómica y de las estrategias de gestión de la deuda han logrado acabar con buena parte de los obstáculos que impedían el desarrollo de mercados de deuda en moneda local. Es obvio que el descenso de la inflación, gracias a la mejora de los marcos de la política monetaria y a la reducción de los déficits fiscales, ha contribuido a ese desarrollo. Pero igualmente importante ha sido la política explícita de ampliación de la curva de rendimientos de los títulos en la divisa local para los mercados de deuda pública. Actualmente, casi el 80% del total de bonos en circulación está denominado en moneda local (Gráfico 6). Por lo tanto, la diferencia entre América Latina y las economías emergentes asiáticas de tamaño medio se ha reducido considerablemente.

La expansión de los mercados de deuda en moneda local puede contribuir a mitigar tres importantes vulnerabilidades del sistema financiero. La primera es el descalce de monedas

Gráfico 6

Porcentaje de deuda en moneda local del total de bonos en circulación: 2000–08¹

En porcentaje de los valores de deuda en circulación



¹ Valores de deuda con un vencimiento residual superior a un año emitidos por residentes de las economías indicadas. ² Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. ³ Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

Fuente: BPI.



que ya he mencionado. En segundo lugar, la ampliación del vencimiento promedio de la deuda pública reduce los riesgos de refinanciación. Para finales de 2008, por ejemplo, el vencimiento promedio residual de la deuda pública en moneda local superaba los tres años en Brasil, cuando en 1995 no llegaba a un año (Cuadro 3). En el caso de México llega hasta los seis años.

Esta estructura de deuda a largo plazo contribuyó a aislar las posiciones fiscales del fuerte incremento de los tipos de mercado que se produjo tras la quiebra de Lehman. También otorgó flexibilidad a los Gobiernos para acortar temporalmente la duración de la emisión de deuda sin socavar la confianza. Varios países han aprovechado este margen de maniobra.

La tercera ventaja potencial de la expansión de mercados de deuda en moneda local es que permite recurrir a la financiación local como alternativa cuando se agota la financiación internacional. Sin embargo, en este ámbito la situación derivada de los dramáticos acontecimientos de finales de 2008 es bastante compleja. Los mercados de bonos en moneda local **sufrieron** graves trastornos como consecuencia de la crisis. Dado que estos problemas se debieron en gran parte a la huida de inversores extranjeros, el aislamiento de los mercados ante los cambios del sentimiento de los inversores internacionales resultó menos eficaz de lo que era de desear. Los rendimientos de mercado de los bonos en moneda local experimentaron un fuerte ascenso y los precios adquirieron una extrema volatilidad. En México, por ejemplo, la pendiente de curva de rendimientos de la deuda pública aumentó 250 puntos básicos en el transcurso de unos pocos días. Las autoridades tuvieron que tomar varias medidas sin precedentes para estabilizar el mercado nacional de bonos. El aumento de la volatilidad fue aún más acusado en el caso de Brasil. No obstante, la volatilidad de los rendimientos de los bonos nacionales (en la divisa local) tras la quiebra de Lehman fue inferior a la de valores internacionales comparables. Además, la volatilidad de los rendimientos de los bonos en ambos países ha vuelto ya a los niveles de antes de la crisis (Gráfico 7).³

Cuadro 3 Vencimiento promedio de la deuda pública local¹

	1995	2000	2005	2008
Brasil	0,7	2,7	2,3	3,3
Chile	6,7	9,2
Colombia	2,0	3,6	3,8	4,4
México	0,8	1,4	3,4	6,5
<i>Pro memoria:</i>				
<i>Indonesia</i>	...	6,0	7,6	4,1
<i>Corea</i>	...	2,4	4,1	4,5
<i>Polonia</i>	1,2	2,6	3,6	4,2
<i>Turquía</i>	...	1,0	1,8	1,9

¹ Vencimiento promedio residual de la deuda del Gobierno central en años; incluye bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario.

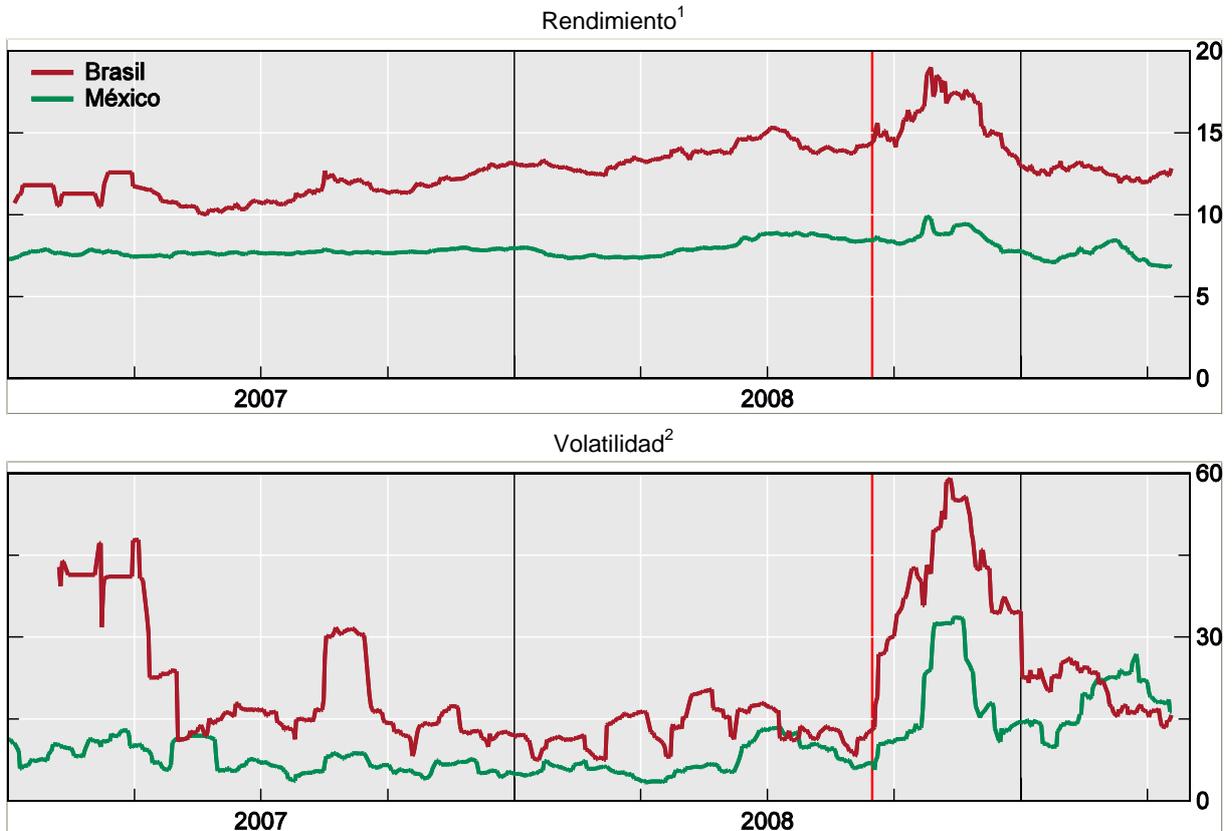
Fuente: Encuesta del BPI.

³ Este aspecto se analiza en Jara et al (2009).

Gráfico 7

Rendimiento y volatilidad de algunos mercados de bonos importantes: Brasil y México

Bonos de deuda pública a cinco años en moneda local



¹ En porcentaje. ² Desviación estándar de las variaciones porcentuales diarias anualizadas del mes anterior.

Fuente: Bloomberg.

Por lo tanto, en términos generales, estos nuevos mercados de bonos en moneda local resistieron bastante bien la reciente perturbación de los mercados. Sin embargo, es preciso hacer un par de salvedades a esta valoración positiva. Una es la significativa subida de las tasas de interés a largo plazo y la situación de iliquidez del mercado secundario durante los peores días de la crisis. De haber durado, esta situación podría haber dañado el patrimonio de inversores institucionales locales, tales como bancos y fondos de pensiones. Por lo tanto, es peligroso que las carteras de entidades financieras nacionales tengan una elevada exposición a bonos de deuda pública a largo plazo, lo que indica que es necesario contar con una base de inversores más diversificada.

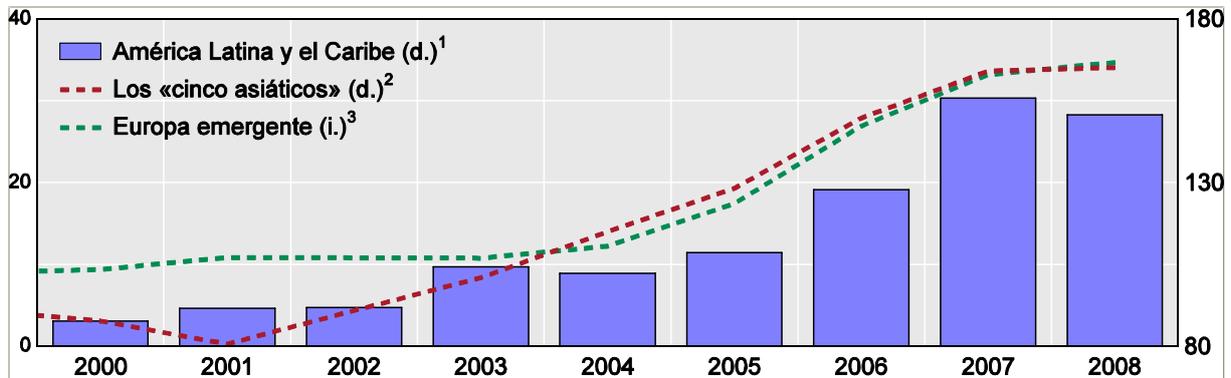
Otra salvedad es la relativa lentitud del desarrollo de los mercados de deuda corporativa local. Se ha producido una fuerte expansión de la emisión de bonos de empresas latinoamericanas en el extranjero, pero no en el ámbito local (Gráfico 8). En estos momentos, algunas empresas latinoamericanas tienen problemas para refinanciar la deuda externa a su vencimiento. Esto no ocurre sólo en América Latina. Empresas de economías emergentes de otras regiones también han incrementado fuertemente su endeudamiento en mercados internacionales de capitales.



Gráfico 8

Bonos internacionales de empresas latinoamericanas en circulación: 2000–08

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ Quedan excluidos los centros financieros extraterritoriales del Caribe. ² Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. ³ Hungría, Polonia, República Checa y Turquía.

Fuente: BPI.

(c) Regulación de la liquidez de la posición en divisas de las entidades bancarias

Voy a comentar brevemente este aspecto. La fortaleza de la mayoría de los bancos locales ante un enorme sobresalto cambiario sugiere que los estrictos requisitos de liquidez de las posiciones en divisas que se han establecido resultaron ampliamente eficaces. Las regulaciones que restringen el tamaño de las posiciones netas en divisas permitieron que la depreciación de las monedas tuviera una incidencia limitada sobre el capital de las entidades financieras. Otras medidas incluyen los requisitos de liquidez para la deuda a corto plazo en divisas y el establecimiento de límites para el importe total de la deuda en divisas de los bancos. Sin duda alguna, la crisis ha servido para recordar a las entidades de supervisión de los principales centros financieros la necesidad de vigilar de forma eficaz la posición de liquidez de las entidades bancarias. Las actuales dificultades en partes de Europa oriental se deben, en parte, a la carencia de normas estrictas en materia de liquidez en muchos países.

Permítanme que pase ahora a hablar de algunos cambios bastante importantes del papel de los bancos internacionales.

Los cambios del papel de los bancos internacionales

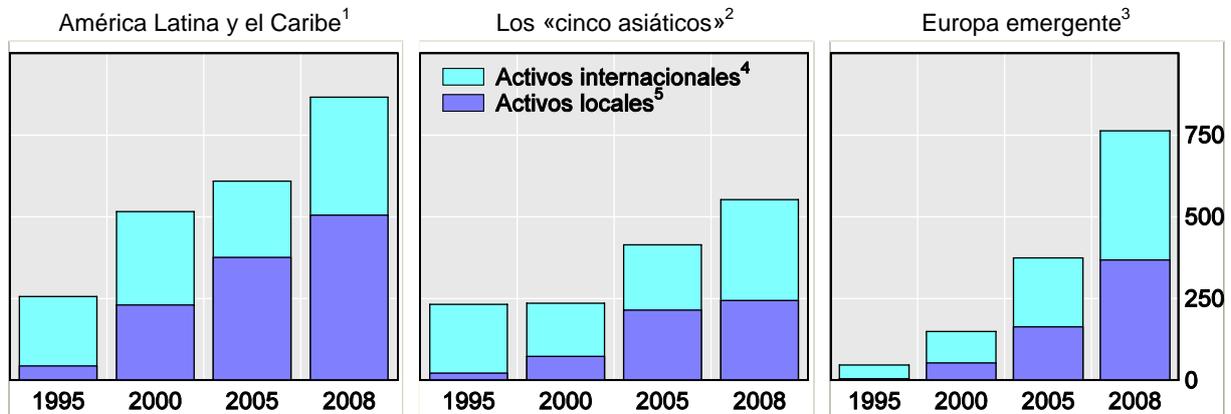
Durante la última década, los bancos de propiedad extranjera se han convertido en los actores principales de los sistemas bancarios locales de varios países. Para finales de 2008, el total de préstamos de entidades bancarias extranjeras y sus sociedades afiliadas en América Latina y el Caribe superaba los 800 mil millones de dólares. En Asia y en Europa oriental ha tenido lugar un crecimiento similar (Gráfico 9).

Lo que resulta más relevante es que la expansión en América Latina y el Caribe se ha producido en su mayor parte a través de un aumento de los préstamos en moneda local concedidos por filiales locales de bancos extranjeros, y no mediante financiación transfronteriza. En muchos casos, estas filiales son, en realidad, bancos locales con capital extranjero. El Gráfico 8 ilustra la magnitud de este cambio.

Gráfico 9

Préstamos de bancos declarantes al BPI

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ Quedan excluidos los centros financieros extraterritoriales del Caribe. ² Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. ³ Hungría, Polonia, República Checa y Turquía. ⁴ Créditos transfronterizos consolidados en todas las monedas y créditos locales en monedas no locales. ⁵ Posiciones locales en divisas de sucursales extranjeras de bancos declarantes con residentes locales.

Fuente: BPI.

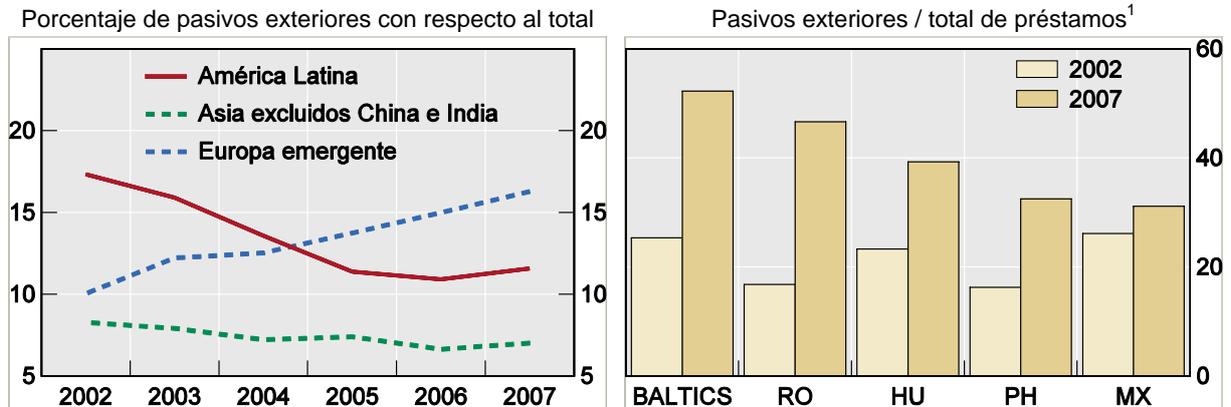
La disminución de la dependencia del préstamo transfronterizo en divisas ha hecho que los prestatarios deban hacer frente a descalces de divisas mucho menores. Además, la importancia de los préstamos para la compra de vivienda y otros créditos personales ha aumentado, con frecuencia debido a que las entidades bancarias extranjeras tenían una considerable experiencia adquirida en sus mercados de origen. Esto ha ampliado la cartera de negocios del sector bancario. Al mismo tiempo, el aumento de la presencia de bancos extranjeros ha ayudado a las entidades locales a mejorar su eficiencia y ha contribuido a la profundización del mercado financiero local.

Los países en los que la financiación externa continúa realizándose en su mayor parte a través de operaciones transfronterizas son más vulnerables a un «*sudden stop*» del crédito. También existe un problema cuando cualquier banco con sede en un país financia su expansión del préstamo local obteniendo financiación en mercados internacionales mayoristas. Un buen número de bancos de titularidad extranjera con presencia en las economías emergentes de Europa optaron por esta vía; en algunas ocasiones, era la entidad matriz del banco la que proporcionaba los fondos. En 2007, por ejemplo, aproximadamente el 50% del importe bruto de los préstamos se financió con deuda externa en los países bálticos y en Rumania (Gráfico 10). Cuando financiar con fondos de los mercados interbancarios en los principales centros empezó a ser mucho más difícil, los sistemas bancarios de estos países se enfrentaron a considerables problemas. Además, sus préstamos estaban denominados en divisas, lo que generó descalces de monedas muy perjudiciales.

Esto contrasta con la situación en América Latina, donde los préstamos locales suelen financiarse en el mercado local, normalmente mediante depósitos bancarios. Al contrario de lo que ha ocurrido en algunos países de Europa oriental, los principales bancos matrices de América Latina no financian tradicionalmente sus operaciones en mercados internacionales al por mayor. Esto dota de una estructura de financiación más estable a sus actividades de préstamo.

Gráfico 10

Pasivos exteriores de entidades bancarias en mercados emergentes PI



BALTICS = promedio simple de Estonia, Letonia y Lituania; RO = Rumania; HU = Hungría; PH = Filipinas; MX = México.

¹ Los pasivos exteriores corresponden al sector bancario y los préstamos totales incluyen préstamos al sector público y al sector privado; como porcentaje de los préstamos totales.

Fuentes: CGFS (2009); FRBNY.

Pese a ello, algunos bancos internacionales de primera fila se enfrentan a dificultades excepcionales. ¿Hasta qué punto están los bancos extranjeros, bajo presión en sus mercados nacionales, reduciendo su actividad de préstamo en América Latina en la actual crisis? ¿Han magnificado las entidades bancarias extranjeras el contagio financiero de una crisis situada en el epicentro del sistema?

Es demasiado pronto para dar respuestas definitivas a estas preguntas. En el BPI, estamos analizando atentamente esta cuestión en Asia, en la Europa emergente y en América Latina. Evaluar lo que está ocurriendo va a llevar cierto tiempo. Los mercados de titulización continúan afectados; los diferenciales de los *swaps* de divisas siguen siendo grandes y los bancos están reconstruyendo sus bases de capital. La asignación de exposiciones internas/externas de algunas entidades bancarias de primer nivel está cambiando. No obstante, los datos que hemos recogido hasta la fecha sobre la actividad de préstamo de las afiliadas locales no indican, en general, que los bancos extranjeros hayan frenado su actividad en América Latina en mayor medida que las entidades locales. Aunque el ritmo de la expansión ha disminuido, parece que los préstamos locales de las afiliadas extranjeras en los países emergentes en su conjunto han resistido mejor que los préstamos transfronterizos (Gráfico 11).

Esto no resulta sorprendente, ya que los bancos se resisten a dar por perdidas las sustanciales inversiones en plantillas, redes locales y activos inmobiliarios que han realizado. Sin embargo, diversos problemas de financiación y capital han hecho que **algunos** bancos internacionales de primera fila —no todos— hayan retirado fondos de sus filiales en países emergentes⁴. Los datos del crecimiento del crédito en México durante el último año indican que las filiales de varias entidades bancarias foráneas han reaccionado de formas muy distintas (Cuadro 4). No todas han recortado el crédito. El verdadero problema no reside tanto en la confrontación entre bancos nacionales y extranjeros como en

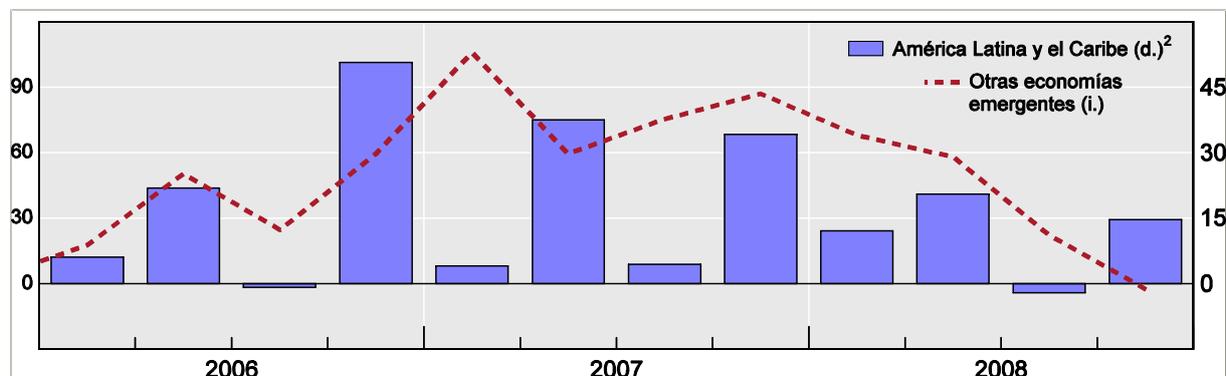
⁴ Véase el artículo de Mihaljek en BIS (2008b).



Gráfico 11

Evolución de los préstamos locales de bancos extranjeros en América Latina y el Caribe: 2006–08¹

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ Posiciones en moneda local de sucursales extranjeras de bancos declarantes con residentes locales. Variaciones a tipos de cambio constantes al final del trimestre anterior. ² Quedan excluidos los centros financieros extraterritoriales del Caribe.

Fuente: BPI.

la concentración. Si un banco cuya actividad de préstamo supone un elevado porcentaje del total del préstamo tiene problemas, esto afecta al país. Por el contrario, cuando el crédito procede de una «cartera» diversificada de entidades bancarias, el país está menos expuesto a los problemas de cualquier banco de gran tamaño. Por lo tanto, América Latina cuenta con una ventaja, puesto que en sus países está representada una amplia variedad de bancos de distintas partes del mundo.

Mirando hacia el futuro

Para acabar, quisiera comentar algunos desafíos a los que se enfrentan las economías latinoamericanas. La recuperación de los mercados mundiales de acciones, la disminución de la volatilidad y la reducción de los diferenciales de crédito que se están produciendo desde mediados de marzo sugieren que el anterior periodo de extrema aversión al riesgo de los mercados financieros puede estar tocando a su fin (Gráfico 12).

Cuadro 4 Bancos mexicanos: cuota de mercado y crecimiento del crédito (febrero de 2009)

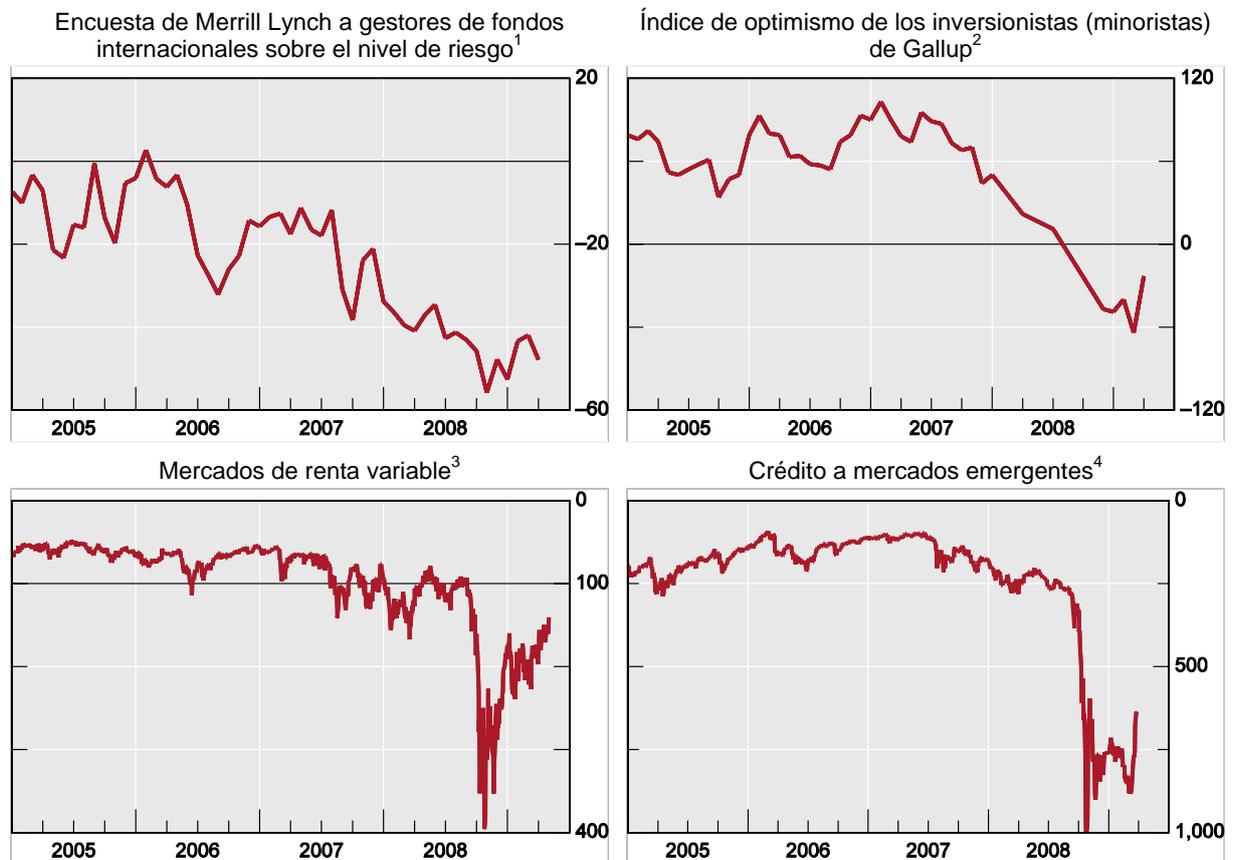
Banco	Clasificación	Cuota de mercado ¹	Crecimiento (porcentaje anual) ¹
Bancomer	Filial de BBVA	27	8
Banamex	Filial de Citi	15	-8
Santander	Filial de Santander	12	-5
Banorte	Independiente	11	14
HSBC	Filial de HSBC	9	-4
Inbursa	Independiente	9	72
Scotiabank	Filial de Scotiabank	5	8

Fuente: CNBV.

¹ En porcentaje.



Gráfico 12

Indicadores de preferencia por el riesgo

¹ Porcentaje neto de encuestados que asumían estrategias de inversión más arriesgadas que las de su índice de referencia. ² Basado en entrevistas a un mínimo de 1.000 inversionistas con activos para invertir por un importe mínimo de \$10.000. El índice tenía una línea base de 124 cuando se creó en octubre de 1996. ³ Media simple de la volatilidad implícita de opciones sobre índices de acciones sobre el S&P 500, el DJ EURO STOXX 50 y el Nikkei, 2000-06 = 100, escala invertida. ⁴ Diferencial de CDS a cinco años del índice CDX Emerging Markets; puntos básicos; escala invertida.

Fuentes: Bloomberg; Gallup; Merrill Lynch; cálculos del BPI.

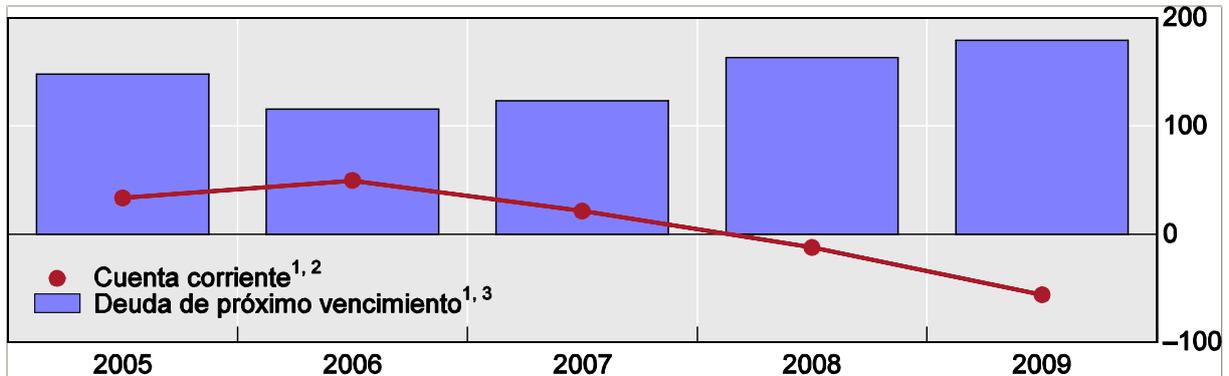
Parece que los resultados de diversas encuestas sobre el sentimiento de los inversores sustentan esta conclusión. No obstante, el sentimiento de los inversores continúa bajo en términos históricos. Durante las últimas semanas, la inversión de capital ha comenzado a volver a las economías emergentes, pero hay menos datos que evidencien una reanimación del préstamo bancario internacional.

No sería inteligente dar por sentada una recuperación rápida o fuerte de la demanda mundial. El enorme ajuste de balances que se está produciendo en la actualidad llevará tiempo. Los hogares y las empresas de las principales economías desarrolladas van a frenar su gasto durante un tiempo para reparar sus balances. El sistema bancario mundial sigue siendo débil. Una recesión grave y prolongada provocaría, sin duda, nuevas pérdidas de los bancos. Es probable que la incertidumbre sobre la magnitud de esas pérdidas perjudique al sistema financiero durante un tiempo. Es probable que se contraiga el sistema bancario internacional, aunque no se sepa con certeza en qué medida y durante cuánto tiempo.

Gráfico 13

Balanza por cuenta corriente y deuda externa de próximo vencimiento

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ Suma de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ² Previsiones de Consensus para 2009. ³ Deuda a 31 de diciembre que vence durante el siguiente año natural, que incluye los créditos transfronterizos consolidados de todos los bancos declarantes al BPI frente a países de fuera del área de declaración, con un vencimiento de hasta un año, más los valores internacionales de deuda en circulación con un vencimiento de hasta un año.

Fuentes: Consensus Economics; Thomson Reuters; BPI.

La pérdida de fuerza de la demanda mundial y la acusada caída de los precios de las materias primas ya se han traducido en una nueva ampliación del déficit de la balanza por cuenta corriente de América Latina. Las últimas previsiones de consenso apuntan a un déficit de 60 mil millones de dólares este año. El deterioro de la cuenta corriente equivale a una reducción acumulada de la renta nacional de aproximadamente el 2% del PIB regional durante 2008 y 2009.

Según estadísticas del BPI, el importe de la deuda externa, tanto bancaria como a través de bonos, que vencerá en 2009 supera significativamente al de años anteriores: es probable que ascienda a unos 180 mil millones de dólares (Gráfico 13).

Dado que es probable que las condiciones de la financiación a escala internacional continúen siendo restrictivas, seguramente las empresas latinoamericanas tendrán que depender de fuentes nacionales de financiación: bancos y el mercado local de capitales. Como he dicho al comienzo de mi intervención, los bancos locales de América Latina han capeado bien este temporal, gracias a la introducción, durante los últimos años, de una regulación y supervisión más eficaces. No obstante, no cabe duda de que las pérdidas derivadas de una fuerte contracción cíclica y del acusado descenso de los precios de algunas materias primas tendrán un grave efecto en los bancos locales durante el año que viene, y quizá también el siguiente. Las autoridades de supervisión deben estar alerta ante estos riesgos.

A medio plazo, los encargados de la formulación de políticas deben prestar especial atención a la elaboración de políticas destinadas a reforzar la intermediación financiera **doméstica**. A mi juicio, los préstamos en moneda local con financiación local de bancos locales de titularidad extranjera han contribuido a la profundización de los mercados durante la última década y pueden seguir haciéndolo. No parece que hayan desestabilizado los sistemas bancarios locales durante la presente crisis.

También es preciso tomar medidas en el ámbito internacional para evitar una caída sustancial e injustificada de los préstamos bancarios internacionales a economías emergentes. Esto no va a ser fácil y es algo que probablemente preocupará a los bancos centrales y al BPI durante un tiempo.



Referencias

Banco de Pagos Internacionales (2008a): «Nuevas tendencias de financiación en América Latina: la tortuosa senda hacia la estabilidad», *BIS Papers*, nº 36, febrero.

Banco de Pagos Internacionales (2008b): «Financial globalisation and emerging market capital flows», *BIS Papers*, nº 44, diciembre.

Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS; 2007): «Estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local», *CGFS Papers*, nº 28, junio.

Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS; 2009): «Capital flows and emerging market economies», *CGFS Papers*, nº 33, enero.

Jara, A., R. Moreno y C. E. Tovar (2009): «The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses», *BIS Quarterly Review*, junio, próxima publicación.