

¿Hacia Dónde va el Desarrollo Financiero?

Una Visión Post-Crisis desde América Latina

Construyendo un Sector Financiero Confiable e Inclusivo

Washington, DC
14 de junio del 2010

Augusto de la Torre y Alain Ize



Agenda

- ✚ El consenso Latinoamericano pre-crisis
- ✚ Las lecciones generales de la crisis financiera global
- ✚ Algunas implicaciones para América Latina

Basado en:

De la Torre, Augusto and Alain Ize (2010). "Regulatory Reform: Integrating Paradigms," *International Finance*, Vol. 13, Issue 1.

De la Torre, Augusto and Alain Ize (2010), "Whither Financial Development: A Post-Crisis View from a Latin American Perspective," Mimeo

El camino hacia el desarrollo financiero: Consenso pre-crisis en América Latina

- ✚ Consenso pre-crisis – en respuesta a la “represión financiera” de los 70 y 80 y a la alta incidencia de crisis en los 80 y 90

- ✚ Los pilares del consenso
 - ✦ Estabilidad macro → estabilidad financiera → desarrollo financiero
 - ✦ Orientación al libre y mejor funcionamiento de los mercados
 - Papel del estado enfocado en el “entorno habilitante”
 - Promoción de la disciplina de mercado
 - Capital (recursos propios en riesgo)
 - Estándares de transparencia y contabilidad/auditoría; calificadoras de riesgo
 - Limitaciones y estrictos protocolos para el acceso a la red de seguridad
 - ✦ Convergencia hacia la agenda prudencial de Basilea
 - Énfasis en sensibilidad al riesgo idiosincrático; ignora el riesgo sistémico
 - ✦ Más recientemente: consenso sobre el *objetivo* de bancarización
 - “Revolución de las micro-finanzas”
 - Reposicionamiento de bancos de desarrollo profesionalizados

La crisis parece cuestionar los pilares del consenso

- ✚ La *estabilidad macroeconómica* atizó un proceso de desarrollo financiero insostenible
- ✚ La *disciplina de mercado* falló estrepitosamente
 - ✚ Información y sofisticación no bastan para que los mercados se auto-regulen
- ✚ La agenda prudencial y papel del estado requieren ser repensados
 - ✚ Historia de precios no basta – de distribuciones normales a “black swans” y “fat tails”
 - ✚ La salud de las partes no implica la salud del sistema
 - ✚ La división y distribución del riesgo idiosincrático no reduce el riesgo sistémico
 - ✚ El estado cumple un papel central en la estabilidad sistémica
- ✚ La interacción entre estabilidad macro y *laissez-faire* dio pie a nuevas fallas de mercado que generaron dinámicas perversas
 - ✚ *Fallas de información asimétrica* (“segunda generación”)
 - ✚ *Fallas de cognición colectiva* (“mood swings”)
 - ✚ *Fallas de acción colectiva* (brecha entre el bien privado y el social)

Fallas de información asimétrica

- ✚ Estabilidad macro y mayor información y reducción de costos, en lugar de reducir estas fallas, elevaron la opacidad sistémica
 - ✳ Con nuevos agentes y productos se multiplicaron y exacerbaron las fricciones de información asimétrica (Aschcraft & Schuerman, 2008)
 - Es la explicación más popular de la crisis (Calomiris, 2008); Caprio et al, 2008)
- ✚ Agentes sin “skin in the game” y protegidos por la opacidad se aprovecharon de los menos informados y de su dinero
 - ✳ Comisiones por servicios, pasando el riesgo de unas manos a otras
 - ✳ Nódulos de la cadena contaminados por asimetría informacional
 - Deudores, originadores, empaquetadores, intermediarios, calificadoras de riesgo, aseguradores, administradores de activos, accionistas, inversionistas,...
 - ✳ Más barato/fácil “votar con los pies” que monitorear diligentemente
 - ✳ Erosión de estándares, negligencia, toma de riesgo desbocada, fraudes
 - ✳ Dinámica exacerbada por percepción de que el estado saldrá al rescate

Fallas de cognición colectiva

- ✚ La estabilidad macro, innovación e ilusión de un manejo “científico” del riesgo exacerbaron las fallas de cognición colectiva
 - ✳ En la tradición de Keynes, Minsky, Kindleberger, Shiller
 - ✳ En la fase ascendente, el optimismo y exuberancia amplificaron la burbuja
 - Menor volatilidad redujo VARs y reforzó idea de que “esta vez es diferente”
 - ✳ En la fase descendente, el miedo a lo desconocido, pesimismo y pánico magnificaron la espiral de caída
 - Una disonancia basta (ej., CBX swaps vs calificaciones de riesgo)
- ✚ Limitaciones cognitivas
 - ✳ Mala información – revisión constante de percepciones
 - ✳ Falibilidad del entendimiento – percepciones sesgadas
 - Implicaciones sistémicas de las innovaciones no fueron bien entendidas

Fallas de acción colectiva

- ✚ La estabilidad macro y la reducción de costos de transacción...
 - ✦ ...fomentaron el perfeccionamiento de mercados motivado por el interés privado...
 - ✦ ... en un contexto de crecientes interconexiones, efectos de red y escala...
 - ✦ ...dando lugar a crecientes brechas entre el interés privado y el social
- ✚ Fallas de acción colectiva
 - ✦ Problemas de coordinación
 - “Hay que seguir bailando hasta que la música pare” (Charles Prince)
 - ✦ “Free riding”
 - Prestar-corto-y-correr basado en información y liquidez de mercado (bienes públicos) es preferible a prestar mas largo y monitorear en base a información privada
 - Fenómeno exacerbado por la presencia gratuita de la red de seguridad financiera
 - ✦ Externalidades no internalizadas
 - Fricciones financieras no permiten internalizar el beneficio social de la liquidez y la red de seguridad ni el costo social del eventual des-apalancamiento brusco por vía de “fire sales”
- ✚ Arbitraje regulatorio dinámico
 - ✦ “Shadow banking” propulsado por la mayor brecha entre interés privado e interés social localizada fuera del perímetro de la regulación prudencial

Algunas implicaciones para América Latina

- ✦ A futuro, riesgos sistémicos vendrán *menos* por desequilibrios macro domésticos y *más* por choques externos y dinámicas endógenas perversas
- ✦ Pilares del consenso siguen siendo válidos pero deben complementarse con un estado más inteligente y atento que mitigue las nuevas fallas de mercado
 - ✦ Fallas de información asimétrica de segunda generación (administración de activos, instrumentos de financiamiento hipotecario)
 - ✦ Impacto inesperado de innovaciones (opciones cambiarias, financiamiento Sofoles)
 - ✦ Perfeccionamiento asimétrico de los mercados (tarjetas de crédito)
- ✦ Los nuevos énfasis prudenciales para LAC son los mismos que para el resto del mundo pero deber adaptarse al estadio de desarrollo financiero regional
 - ✦ Normas prudenciales que ayuden a internalizar externalidades
 - ✦ Readequación del perímetro tal que no fomente el arbitraje regulatorio dinámico
 - ✦ Mayor control y monitoreo de las innovaciones financieras complejas
 - ✦ Supervisión más sistémica y holística – diacrónica y sincrónica

Lo macro-prudencial: ¿aún más relevante?

- ✚ Para LAC, los instrumentos macro prudenciales son aún más importantes porque la política monetaria está más sobrecargada
- ✚ Preocupación de que la excesiva volatilidad cambiaria afecte adversamente al crecimiento restringe el rango de maniobra monetaria
 - ✳ Instrumentos macro prudenciales reducen el riesgo sistémico (sincrónica y diacrónicamente) y alivian el peso sobre la política monetaria
 - ✳ La buena política fiscal es un necesario complemento
- ✚ Pero un grado significativo de flexibilidad cambiaria es necesario para retener alguna independencia en la regulación prudencial
 - ✳ De lo contrario, las adaptaciones de la regulación macro y micro prudencial a las peculiaridades de LAC serían diluidas por el arbitraje regulatorio transfronterizo

¿Retoques a la textura de la globalización financiera?

- ✚ La mejor calidad de la inserción de LAC en los mercados financieros internacionales le ha permitido protegerse mejor en esta última crisis
 - ✳ Acreedor neto en contratos de deuda, deudor neto en contratos de IDE
 - ✳ Reducción de descalces cambiarios y flexibilidad cambiaria
- ✚ Sin embargo, la inserción internacional será fuente creciente de:
 - ✳ Inter-conectividad (externalidades y nuevos problemas de agencia)
 - ✳ Innovaciones, flujos de capital, y saltos en el apetito por riesgo (choques cognitivos)
- ✚ LAC tendrá que intensificar la agenda de reforma prudencial para mitigar las consecuencias sistémicas de la inserción internacional
 - ✳ ¿Añadir controles de capital a la chilena al instrumental de política?
 - ✳ ¿Aislar a subsidiarias de bancos extranjeros de presiones de sus matrices?
 - ✳ ¿Hasta que punto puede (debe) desviarse el marco regulatorio regional del que se adopte globalmente?

¿Mayor papel del estado en el desarrollo financiero?

- ✚ Banca de desarrollo: ¿cómo asegurar su papel contra-cíclico en crisis sin que compita con la banca privada en tiempos normales?
 - ✳ Papel contra-cíclico de banca de desarrollo requiere conocimiento de sectores y clientes – para manejar bien los problemas de información asimétrica
 - ✳ El no competir en tiempos normales facilita el acceso a información y canales de distribución de la banca privada en tiempos de crisis
 - ✳ En tiempos normales, la banca de desarrollo debería enfocarse en funciones catalíticas y de promoción del crédito en la frontera – para ayudar a completar mercados y aprovechar externalidades positivas
- ✚ Política de impuestos y subsidios: ¿es factible un mejor uso para promover el desarrollo sostenible de los mercados financieros?
 - ✳ En principio, las crecientes brechas entre lo privado y lo social justificaría una política más activa de impuestos y subsidios
 - Ejemplos: impuesto Pigouviano para internalizar externalidades; exoneración de impuestos para promover el mercado de valores; subsidio a la inversión para promover acceso
 - ✳ Pero el riesgo de equivocarse es alto, y el récord histórico latinoamericano está plagado de mal uso y abuso de estos instrumentos...

Gracias!
