

# Una solución a las frenadas bruscas de capital

El FMI y los bancos centrales deben colaborar para resolver las crisis financieras

Ricardo Reis



**UNA DE LAS FUNCIONES PRINCIPALES** del FMI es otorgar préstamos a corto plazo a países que sufren una frenada brusca de la entrada de capital privado. Abandonados a su suerte en esas circunstancias, los países pueden experimentar una fuerte depreciación del tipo de cambio, enfrentar profundas recesiones y probablemente incumplir el pago de su deuda externa. La experiencia demuestra que estos episodios pueden propagarse rápidamente a otros países. Es importante contar con seguros contra la frenada brusca de la entrada de capitales, aunque sea para suavizar la salida de capitales, evitar las ventas de activos a precios muy inferiores a su valor de mercado y limitar el efecto de contagio. Desde la conferencia de Bretton Woods de 1944, las causas, características y consecuencias de estas frenadas bruscas han cambiado, pero la función del FMI como prestamista de último recurso ha perdurado.

Los bancos también sufren frenadas bruscas, pero de otro tipo, cuando pierden acceso a fondos de corto plazo para financiar sus inversiones a largo plazo. En esa situación, recurren al banco central, institución que ha servido largamente como prestamista de última instancia.

Últimamente, ambos fenómenos se han fusionado. Los bancos internacionales suelen pedir préstamos en moneda extranjera para invertir en activos en el exterior. En 2007, cuando los mercados monetarios en dólares de EE.UU. quedaron paralizados, algunos

bancos fuera de Estados Unidos sufrieron una frenada brusca de la corriente de capitales. Como ocurre en el caso de los países, esto implicó una salida de capitales, pero lo que estaba en juego no era el financiamiento bancario, sino el financiamiento soberano. Los bancos centrales asumieron su función, pero debían convertir su moneda nacional en moneda extranjera, y las tensiones de la crisis financiera en los mercados de divisas hicieron que el costo de los préstamos se disparara.

La Reserva Federal aportó una solución abriendo líneas de swap en dólares de EE.UU. con los bancos centrales de ciertos países: les prestó dólares de EE.UU., y ellos a su vez los prestaron a sus bancos nacionales para financiar inversiones en dólares de EE.UU. Como la interrupción repentina fue en esa moneda, la Reserva Federal pudo proveer los fondos necesarios y evitar la venta masiva de activos en dólares de EE.UU. Como eran los bancos nacionales los que necesitaban financiamiento, sus propios bancos centrales —que los regulan y pueden evaluar mejor su solvencia y las garantías que ofrecen— proporcionaron los fondos a través de mecanismos de préstamo y asumieron el riesgo de crédito. A cambio, la Reserva Federal se quedó con la moneda de los demás países, por lo que casi no corrió ningún riesgo. Si se reembolsaba el crédito, como siempre, esa moneda nunca entraría en circulación.

La eficacia de estas líneas de swap con los bancos centrales puede evaluarse de dos maneras complementarias. Primero, los mecanismos de préstamo del banco central debían limitar las tasas de los prestamistas privados y así reducir la tasa promedio del mercado. En efecto, esas líneas de swap en dólares de EE.UU. redujeron en gran medida los puntos de cada moneda frente al dólar de EE.UU. en comparación con las monedas que no se beneficiaron de la línea de swap. En segundo lugar, los bancos con acceso a una línea de crédito del banco central deberían estar relativamente más dispuestos a invertir en activos financieros en dólares de EE.UU., pues tienen un prestamista de último recurso en caso de crisis. Los datos indican que, tras la caída de 50 puntos básicos en la tasa de las líneas de crédito en dólares de EE.UU.

en 2011, las instituciones financieras que operaban en Europa pasaron buena parte de sus inversiones a bonos en dólares de EE.UU.

Esos préstamos de último recurso son, sin duda, el ámbito de acción de los bancos centrales. A diferencia del FMI, los bancos centrales pueden crear dinero con rapidez, evaluar la solvencia de los bancos y juzgar la calidad de las garantías. En contraste con los préstamos del FMI, las líneas de swap no son préstamos a los gobiernos y no monetizan la deuda pública interna ni externa; utilizan garantías en lugar de la condicionalidad como incentivo, y conllevan un riesgo crediticio convencional para el banco central receptor, pero poco riesgo para el banco central de origen.

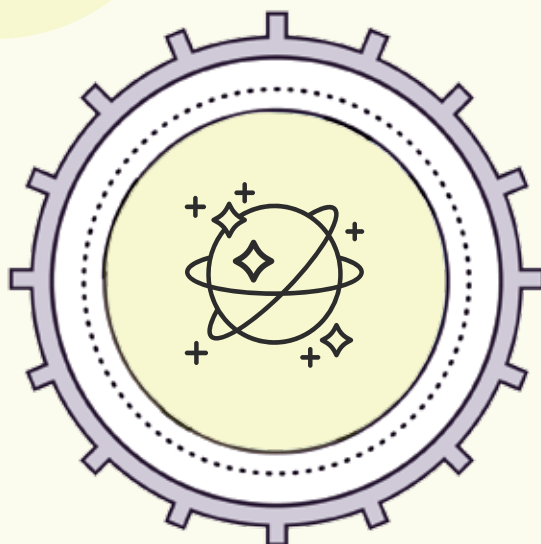
Ahora bien, en el futuro, cabe esperar que la distinción entre la función del FMI y la de los bancos centrales para hacer frente a las frenadas bruscas de capital a nivel mundial sea menos clara.

¿Por qué?

*Primero, dado que los bancos suelen intermediar en los flujos de capital, un pánico en un país generalmente comienza con un pánico bancario.* Además, el círculo perverso que se crea cuando los bancos tienen gran cantidad de bonos de su gobierno entrelaza la solvencia de ambos. Al principio pueden usarse líneas de swap con bancos centrales, pero pronto se recurre al FMI, y la diferencia entre lo uno y lo otro es sólo una cuestión de cronología. Durante la crisis del euro de 2010–12, la frenada brusca de la entrada de capitales en las economías de la zona del euro afectadas dio lugar por primera vez al crédito entre los bancos centrales de dicha zona en el marco de TARGET II (la red de procesamiento de pagos de la zona). Más tarde, se requirió crédito del FMI.

*Segundo, los mecanismos de crédito del banco central se establecen solo para enfrentar problemas de liquidez a corto plazo y requieren una transición a una operación fiscal si los problemas persisten.* Cuando un banco tiene dificultades para reembolsar al banco central durante un período prolongado, se recurre a las autoridades fiscales y se acuerda una operación de rescate que sustituye la política monetaria por la fiscal. Aunque los bancos centrales procuran prestar a instituciones ilíquidas pero solventes, a veces resultan insolventes. Cuando eso ocurre, el problema es fiscal y afecta a las finanzas públicas, que son el ámbito de acción del FMI.

*Tercero, la cantidad de líneas de swap con bancos centrales ha crecido con rapidez.* Actualmente existen, a grandes rasgos, tres tipos de acuerdos de esta clase. El tipo I se centra en los bancos, como ya se describió. El tipo II corresponde a acuerdos como los celebrados entre el Banco Popular de China y los bancos centrales de países donde existe una inversión china significativa



o donde los grandes centros financieros facilitan acuerdos comerciales bilaterales entre empresas. El tipo III comprende la Iniciativa Chiang Mai entre países del sudeste asiático, que agrupa las reservas de divisas en caso de ataque especulativo, y los acuerdos del Mecanismo de tipos de cambio II del Banco Central Europeo, que refuerzan la confianza en las paridades cambiarias. El tipo III complementa o reemplaza las acciones del FMI. No obstante, son líneas bilaterales, se renuevan con frecuencia y están sujetas a decisiones políticas discrecionales entre países, de modo que es concebible que se retiren justo cuando se las necesita.

El FMI podría ayudar a definir las líneas de swap en el futuro y a fomentar el multilateralismo. La Reserva Federal tiene solo cinco líneas de swap permanentes de tipo I, todas con economías avanzadas, pero muchos otros bancos centrales, sobre todo en mercados emergentes, se beneficiarían de ellas, dada la dolarización de sus bancos y exportaciones. Los bancos centrales de economías avanzadas temen con razón que los bancos centrales receptores no honren los créditos y que la moneda extranjera en sus manos se devalúe si el tipo de cambio es muy volátil. El FMI es el más indicado para evaluar ese riesgo, elegir el margen que se aplicará al tipo de cambio actual y suscribir estos contratos. El banco central de origen no asumiría ningún riesgo, ni tiene por qué. Si el banco central receptor y su gobierno incumplieran sus obligaciones, el FMI controlaría la entrada de moneda nacional en circulación, el monto de los préstamos del FMI y la cantidad de capital que el FMI pone en riesgo. El crédito del FMI y las líneas de swap con bancos centrales son instrumentos muy diferentes, pero el FMI podría ayudar a que las segundas complementen el primero. **FD**

**RICARDO REIS** es profesor de Economía en la cátedra A. W. Phillips de la Escuela de Economía y Ciencias Políticas de Londres.