



# Recientes conmociones en los mercados maduros

*Garry Schinasi*

Las recientes conmociones de algunos mercados financieros maduros no guardan proporción con los hechos que las desataron. Los acontecimientos parecen indicar que las instituciones financieras, privadas y públicas, deberían estar mucho más alertas frente a posibles vulnerabilidades y perturbaciones.

**H**ASTA JULIO de 1998, los mercados financieros maduros de Europa y Estados Unidos habían evitado, en gran medida, los efectos de contagio de la crisis asiática y mantenían su dinamismo. La rentabilidad de los bonos públicos seguía disminuyendo y los precios aumentaban de manera sostenida en los mercados de valores. Éstos comenzaron a deteriorarse a mediados de julio, al difundirse las inquietudes con respecto a las escasas utilidades de las empresas y la desaceleración del crecimiento económico de Estados Unidos. También comenzaron a aumentar los diferenciales de las tasas de interés entre los prestatarios de alta y baja calidad en los mercados maduros. Esto fue seguido, en agosto de 1998, por un extraordinario incremento de los diferenciales y graves perturbaciones en los mercados financieros maduros, lo que obedeció principalmente a la reestructuración unilateral de los GKO de Rusia (letras del Tesoro), el retiro de fondos de otros mercados emergentes y la situación cercana al colapso de Long-Term Capital Management (LTCM), un fondo de cobertura de riesgos con un alto grado de apalancamiento, a mediados de septiembre de 1998.

Un reajuste dinámico, en los mercados emergentes, suponía necesariamente reajustes en los mercados maduros, dada la importancia de estos últimos en el financiamiento y el apalancamiento de inversiones en Rusia y

otros mercados emergentes. Pero cabía esperar que estos reajustes se produjeran en forma relativamente ordenada y sin la grave conmoción financiera que tuvo lugar en septiembre y octubre de 1998 en algunos de los mercados más activos y de mayor liquidez.

Sin embargo, la conmoción financiera de los mercados maduros no parece guardar proporción con los hechos que la desataron. La reestructuración económica de Rusia dio lugar a grandes pérdidas, modificó la percepción del riesgo de incumplimiento y de convertibilidad y afectó la balanza de riesgos y rendimientos en las carteras internacionales. Al parecer, los consiguientes nuevos cálculos financieros llevaron a las instituciones financieras que operaban en el terreno internacional a reevaluar la situación global y determinar de nuevo el precio del riesgo financiero; al mismo tiempo, se estableció rápidamente un nuevo equilibrio y se “desapalarcaron” las carteras internacionales, proceso que se vio intensificado por el deseo de evitar los riesgos, la iliquidez del mercado y una oscilación excesiva de los precios. Aunque la conmoción pareció concentrarse en los mercados estadounidenses, algunas instituciones financieras europeas y japonesas activas en la esfera internacional también habían asumido riesgos de gran envergadura. Las repercusiones negativas sufridas por los valores de los activos en el período en que la conmoción fue mayor —entre me-

diados de septiembre y mediados de octubre— fueron lo suficientemente graves como para suscitar el temor de que se propagaran hasta afectar al crecimiento económico mundial.

Estas graves perturbaciones plantean problemas relacionados con el control del riesgo y la gestión de la cartera de las empresas privadas, la supervisión de la actividad bancaria, la vigilancia de los mercados financieros y el funcionamiento del sistema financiero internacional. La cuestión clave es determinar qué factores llevaron a muchas instituciones financieras a asumir posiciones apalancadas de tal magnitud que el riesgo sistémico alcanzó niveles extraordinarios.

Varias características de los mercados financieros internacionales contribuyen a explicar por qué se revaluaron y reequilibraron determinadas carteras en los mercados maduros, pero no explican la gravedad de la conmoción de estos mercados.

- La reestructuración unilateral de la deuda de Rusia puso en cuestión la realidad de los supuestos de los inversionistas con respecto al riesgo soberano y al respaldo internacional.
- Los mercados maduros financiaron una proporción considerable de los préstamos en los mercados emergentes.
- Diversas instituciones —no sólo los fondos de cobertura (*hedge funds*)— corrían riesgos similares y se hicieron vulnerables a la ampliación de los diferenciales de las tasas de interés.
- Los modelos de control del riesgo no impidieron la acumulación de vulnerabilidades, y la gestión de las carteras las agravó.
- Si se hubieran tolerado la persistencia e intensificación de una desagregación y un desapalancamiento desordenados como los que se produjeron, los mercados financieros internacionales se habrían visto expuestos a riesgos sistémicos.

## Repercusiones de la crisis rusa

¿Por qué la crisis rusa creó mayor conmoción que las crisis asiáticas en los mercados maduros? Pese a las características singulares de la economía rusa y a la impresión de que, dada su gran magnitud, no podía sucumbir, para muchos agentes del mercado la reestructuración unilateral de Rusia constituyó un hecho súbito y definitivo, a diferencia de la crisis asiática, cuyo desarrollo fue más lento. La decisión de Rusia puso en tela de juicio algunos supuestos fundamentales del financiamiento de los mercados emergentes, especialmente la convicción de que los países se abstendrían de reestructurar unilateralmente la deuda soberana, y llevó a los inversionistas a poner en duda la balanza de riesgos en las carteras. En definitiva, la reestructuración de Rusia suscitó salidas de capital de muchos mercados emergentes, una pronunciada ampliación de los diferenciales en esos mercados y el agotamiento de la liquidez en los mercados internacionales de capital.

## Financiamiento de los mercados emergentes

Algunas repercusiones inmediatas de la reestructuración de Rusia obedecieron a que gran parte del financiamiento de inversiones en los mercados emergentes había sido organizado y apalancado en mercados maduros. Algunos inversionistas habían adquirido GKO en el margen. Otras compras en el mercado ruso y en mercados emergentes habían sido financiadas en Japón y canjeadas por instrumentos en moneda nacional. Algunas posiciones en mercados maduros vinculadas con estas inversiones debieron deshacerse o cubrirse. Dado que muchas de las inversiones estaban fuertemente apalancadas, los ajustes

de precio a la baja fueron insólitamente pronunciados, pues los inversionistas liquidaron rápidamente sus tenencias, con la consiguiente aceleración e intensificación de los ajustes.

Estos hechos plantearon, en definitiva, un riesgo sistémico, al repercutir sobre la liquidez y la dinámica de los mercados. La liquidez desapareció transitoriamente en algunos de los mercados más líquidos, ya que se establecieron nuevos precios para los riesgos y se desapalancaron las posiciones, por ejemplo en los mercados de valores del Tesoro de Estados Unidos, los acuerdos de recompra (*repos*) de Estados Unidos y las transacciones yen-dólar. En septiembre y octubre, se agravó en muchos casos la preocupación con respecto a la liquidez, y en los mercados predominaron los vendedores hasta que los precios disminuyeron lo suficiente para que reaparecieran los compradores. Los mercados de instrumentos denominados en dólares de EE.UU. resultaron especialmente vulnerables, dada la importancia del dólar en las transacciones financieras internacionales. Otros sistemas financieros maduros habrían experimentado riesgos si la desagregación de las carteras hubiera sido aún más desordenada. El gran apalancamiento en esos mercados dejó el sistema financiero internacional expuesto a riesgos imprevistos e injustificados.

## Repercusiones de la diversidad institucional

Dado que el LTCM llegó a una situación próxima al colapso, y ello atrajo mucha publicidad, se ha tendido a exagerar la influencia de los fondos de cobertura en la conmoción que ha afectado a los mercados maduros. En realidad, el LTCM tenía características singulares, porque en mayor medida que otros fondos de cobertura, procuró aumentar el valor de especulaciones que parecían de escaso riesgo y escasa rentabilidad asumiendo posiciones muy cuantiosas y apalancadas. No obstante, otras instituciones de mucho mayor escala —incluidos bancos comerciales y de inversión, casas de corretaje y agentes de bolsa, así como otros inversionistas institucionales— asumieron también posiciones similares, en algunos casos con un considerable apalancamiento. En tanto que se estima que el LTCM mantenía US\$80.000 millones en posiciones de arbitraje en mercados de valores de Estados Unidos, se estima que tan sólo los bancos comerciales mantenían posiciones por un monto de US\$3 billones. Una acelerada desagregación de las carteras del LTCM podría haber afectado no sólo a los acreedores directos y a sus contrapartes, sino también a una amplia gama de otras instituciones que mantenían posiciones similares.

Si bien los fondos de cobertura, por su magnitud y apalancamiento, influyen perceptiblemente sobre la liquidez cuando entran en los mercados, o cuando los abandonan, es dudoso que un solo fondo de cobertura, o un pequeño grupo de fondos de ese tipo, pueda plantear problemas de riesgo sistémico. Es más probable que la participación simultánea e interrelacionada de muchas instituciones diferentes haya sido el factor que expuso al sistema a mayores riesgos.

## Modelos de control del riesgo

Una cuestión clave es determinar por qué ni las técnicas de control del riesgo —modelos, pruebas de resistencia y análisis de escenarios— ni los mecanismos de control interno emitieron señales de alarma con respecto a la vulnerabilidad del sistema. Una de las razones es que los modelos pueden provocar



una falsa sensación de precisión, en parte porque sus resultados dependen de evaluaciones humanas.

Otra causa es que en los modelos se supone que el mercado será suficientemente líquido como para que puedan cerrarse las posiciones sin que varíen pronunciadamente los precios ni se produzcan graves desórdenes en el mercado. En tercer lugar, los modelos dependen de relaciones históricas entre la variación de los precios en muchos mercados y, en consecuencia, tienden a fallar en períodos de tensión y conmoción, cuando se producen interrupciones estructurales en las mutuas relaciones de los mercados.

### Riesgo de problemas sistémicos

Aunque la reestructuración unilateral de Rusia fue un hecho importante, las instituciones de los mercados maduros recibieron la principal “llamada de alerta” a principios de septiembre de 1998, cuando el LTCM anunció que el 52% de su capital se había gastado en reposición de garantías (*margin calls*), sólo el 16% de las cuales estaban relacionadas con inversiones en mercados emergentes. Esto desató una serie de operaciones especulativas, ventas y preocupación en los mercados internacionales. El temor de que otras instituciones pudieran estar asumiendo posiciones similares creó considerable incertidumbre en cuanto al riesgo de contraparte y generó rumores, que probablemente agravaron la conmoción en el mercado. Estas dudas se vieron exacerbadas por el temor de que el contagio de los mercados emergentes alcanzara a América Latina, especialmente a Brasil. Las presiones en los mercados emergentes sólo se atenuaron el 15 de octubre, cuando el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos redujo por segunda vez las tasas de interés.

Es imposible saber con certeza en qué medida continuará el proceso de desapalancamiento. Dado que los datos de las transacciones son escasos y la información referente a las transacciones en los mercados de instrumentos derivados no es frecuente ni completa, no es posible establecer en qué medida subsiste en el sistema un apalancamiento que podría dar lugar a nuevas conmociones en el futuro. A la luz de las conmociones de principios de 1994 en los mercados de bonos —el desapalancamiento duró entonces ocho meses—, cabría pensar que el proceso dure aún cierto tiempo, aunque probablemente no se repetirán las tensiones extremas que se registraron en septiembre y a principios de octubre de 1998.

Lo sorprendente de la crisis más reciente es que la fuga intensiva hacia la seguridad y la liquidez, que fue de grandes proporciones, el rápido agotamiento de la liquidez en los mercados internacionales de capital y la conmoción de muchos mercados maduros no parecen guardar proporción, en ninguno de los casos, con los factores que las habían suscitado. Lo inquietante no es que haya habido reajustes de carteras, sino que éstos, por su violencia y amplitud, han planteado riesgos sistémicos en los mercados financieros internacionales y considerables riesgos de deterioro de las perspectivas de la economía mundial.

### Fallas en el control del riesgo

Como se señaló, las deficiencias en el control del riesgo, de los agentes privados y del sistema, probablemente contribuyeron a la reciente conmoción de los mercados financieros.

- En los *mercados privados*, diversos participantes parecen haber sido sorprendidos por la variación desfavorable de los

precios en los mercados de activos, lo que lleva a pensar que habían asumido riesgos excesivos exagerando el apalancamiento y, en definitiva, que habían adoptado una estructura de posiciones financieras insostenible. Además, quizá no prestaron suficiente atención a la relación entre el riesgo de mercado y el riesgo crediticio. Es posible que esta conjunción de errores haya creado un peligro latente.

- En la *esfera pública*, aunque el control del riesgo sistémico por parte del sector público, entre septiembre y noviembre de 1998, mitigó el peligro de dificultades sistémicas en los mercados internacionales, al parecer no surgieron señales de alerta suficientemente claras en dos líneas de defensa: la supervisión de la actividad bancaria y la vigilancia del mercado, que normalmente servían de protección frente a la acumulación de riesgos como los indicados.

**Control del riesgo de los agentes privados.** Los mecanismos de gestión y control del riesgo utilizados por las instituciones financieras privadas, que constituyen las primeras líneas de defensa frente a los problemas sistémicos, están destinados a impedir que estas instituciones asuman riesgos excesivos que comprometan su capital y viabilidad. Dadas la magnitud de las pérdidas experimentadas por algunas grandes instituciones, la sorpresa que acompañó a estas pérdidas y la reacción de los precios de las acciones de esas instituciones, los sistemas mencionados no parecen haber funcionado adecuadamente en diversas instituciones de importancia sistémica, incluidos bancos comerciales y de inversiones que operaban en la esfera internacional.

Cuando la crisis estalló, se hizo evidente que muchos agentes del mercado no habían previsto o comprendido adecuadamente los riesgos. Aparentemente varias instituciones de importancia sistémica cometieron errores similares de apreciación y gestión con respecto a los riesgos y las estrategias de inversión. Esto lleva a pensar que los sistemas de comando y control actualmente utilizados pueden presentar fallas, lo que hace dudar que todas las instituciones financieras que operan a escala internacional estén aplicando sistemas eficaces de control del riesgo y gestión de cartera y adecuados controles operativos. Al parecer, en los sistemas actualmente utilizados no se tienen suficientemente en cuenta algunas de las enseñanzas de la crisis mexicana de 1994–95; al mismo tiempo, la reciente conmoción puso de manifiesto algunos problemas más arraigados. Un enfoque más integrado del control del riesgo de mercado y del riesgo crediticio y de la apertura de posiciones habría evitado en parte las perturbaciones.

Se tendería fácilmente a pensar que los problemas se debieron a errores de aplicación de los métodos cuantitativos de evaluación de riesgos, en parte porque los detalles técnicos de los modelos, su sensibilidad frente a los supuestos —incluidos los adoptados en las pruebas de resistencia con respecto a la probabilidad de hechos desfavorables— y una excesiva tolerancia al riesgo dan lugar a imprecisiones. No menos importantes, sin embargo, pueden haber sido los errores humanos de aplicación de esas tecnologías y de evaluación del entorno económico y financiero. Influyeron también los incentivos que llevaron a las instituciones a tratar de obtener las máximas utilidades posibles a corto plazo, así como determinados beneficios, en algunos casos a expensas del riesgo global de la empresa y de sus utilidades a más largo plazo. Probablemente se requería una

mayor diligencia, especialmente con respecto a las relaciones de acreedores y contrapartes entre las principales instituciones financieras y el LTCM. Aparentemente hubo también componentes sistémicos que explican en parte la violencia de la conmoción registrada en los mercados maduros, que pocos agentes previeron plenamente. En consecuencia, esta conmoción y sus secuelas deben examinarse a nivel sistémico.

**Control del riesgo en el sector público.** La supervisión y regulación financieras constituyen una importante línea de defensa frente a los problemas sistémicos. Si bien es improbable que un sistema de supervisión hubiera permitido identificar estos problemas a medida que iban desarrollándose, al parecer habría sido posible evitar en parte el riesgo y un apalancamiento excesivos si las autoridades supervisoras del país de origen de la inversión y los responsables de la vigilancia del mercado hubieran estado mejor informados con respecto a la acumulación de posiciones en el balance y fuera del balance, el apalancamiento y el volumen agregado y la distribución de los riesgos en los mercados.

Otra línea de defensa es la vigilancia de los mercados financieros. Por ejemplo, la presencia en el mercado del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos dio a esta entidad acceso continuo a la información sobre los mercados. El Sistema llegó a la conclusión de que se requería una operación privada de rescate del LTCM y, al facilitarla, opuso una barrera a uno de los aspectos de la conmoción y redujo las presiones sobre la liquidez.

Es probable que ningún sistema de vigilancia del mercado, especialmente del sistema financiero de Estados Unidos, hubiera permitido prever cabalmente lo que ocurrió en septiembre y octubre de 1998. No obstante, los súbitos episodios de conmoción, la iliquidez, la desconexión de los precios y otras características de la intensa dinámica desatada llevan a pensar que la inestabilidad originada por la fuga de capital de los mercados emergentes a mediados de 1998 puede haber obedecido en parte a las presiones que venían acumulándose desde hacía tiempo, especialmente en los largos períodos alcistas de los mercados de instrumentos de ingreso fijo.

Los signos de alarma estaban presentes hace casi dos años, cuando algunos bancos centrales indicaron que la valuación de las acciones resultaba insostenible, que los diferenciales de riesgo crediticio eran extraordinariamente comprimidos y que se estaban flexibilizando las cláusulas y condiciones no financieras de los préstamos. En retrospectiva, es posible advertir que había señales de alarma en cuanto a que el apalancamiento (fuera del balance) pudiera estar alcanzando un nivel extraordinario; que se había generalizado un otorgamiento de crédito tal vez excesivo a empresas de alto riesgo (fondos de cobertura), y que se estaban asumiendo posiciones de excesivo volumen dando por supuesto que los diferenciales de riesgo crediticio de los mercados maduros se reducirían una vez que se hubiera disipado el "efecto de contagio de la crisis asiática". Esto indica que se debe estar más alerta frente a potenciales vulnerabilidades y perturbaciones financieras en las situaciones en que éstas son menos previsible, o sea, cuando las condiciones económicas y financieras son favorables y, en especial, cuando la expansión de



Garry Schinasi, Jefe de la División de Mercados de Capital y Estudios Financieros del Departamento de Estudios del FMI

la economía está llegando a un estadio de madurez. Es en la cima del ciclo económico y crediticio, donde se reducen los diferenciales de riesgo crediticio, hay poderosos incentivos para lograr una mayor rentabilidad de los activos a través del apalancamiento, y el capital de los bancos parece más que suficiente.

## Conclusión

Las recientes perturbaciones llevan a pensar que los mercados financieros pueden verse afectados desfavorablemente por las reacciones de las instituciones financieras frente a presiones, tensiones y conmociones en los mercados, sobre todo cuando estas entidades han asumido posiciones fuertemente apalancadas. Algunas instituciones financieras importantes que operan en la esfera internacional cometieron errores. En muchos casos es necesario revisar los sistemas de comando y

control. A través de una publicación más amplia de las actividades de las instituciones financieras puede dotarse al sector público y al sector privado de medios más adecuados para evaluar los riesgos financieros y sus causas. Análogamente, a través de una divulgación de información más amplia podría lograrse un mejor funcionamiento de los sistemas de control del riesgo de las empresas privadas; estos sistemas deberían revisarse teniendo en cuenta la experiencia reciente.

La conmoción sufrida por el mercado reflejó muchas características del sistema financiero internacional, incluido el carácter integrado y complicado de la apertura de posiciones financieras, las instituciones y los mercados. En especial, las tensiones que afectaban a las vinculaciones mutuas de las posiciones financieras en los distintos mercados nacionales e internacionales revelaron problemas de funcionamiento del sistema financiero internacional en contextos de conmoción financiera.

Por otra parte, los supervisores de la actividad bancaria y los encargados de la vigilancia del mercado deben cumplir la importante función de dar la alarma frente a la acumulación de riesgos y el apalancamiento en los mercados maduros. A la luz de la crisis asiática se ha sostenido que nadie estaba en condiciones de penetrar las estructuras y los mercados financieros opacos de Asia. No obstante, los mercados y las instituciones que sufrieron la conmoción son los más abiertos y transparentes del mundo. ¿Por qué, entonces, no se percibieron con mayor certeza y en una etapa anterior los peligros existentes?

La experiencia de la reciente conmoción hace pensar que ni los agentes privados de los mercados ni las instituciones encargadas de la supervisión prudencial y la vigilancia del mercado comprenden plenamente la estructura y la dinámica de los mercados financieros internacionales. Por supuesto, este problema no es totalmente nuevo, y no puede haber una solución definitiva para él. Pero las dificultades que creó la reciente conmoción de los mercados financieros subrayan la urgencia de mejorar el funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero internacional.

F&D

*Este artículo se basa en material del capítulo 3 de World Economic Outlook and International Capital Markets, Interim Assessment, Fondo Monetario Internacional, 1999 (Washington).*