
Crisis Financieras:

Orígenes, Variedades, Lecciones Aprendidas

Augusto de la Torre

VI Congreso Latinoamericano de Economía y Banca

13-14 de septiembre de 2018

Quito, Ecuador

Tipología de crisis financieras

Crisis de Moneda

Bretton Woods pre-1970s
Sistema Monetario Europeo

Crisis Bancaria

Chile 1980s
España 1980s
US S&Ls 1980s
Subprime (global) 2008

Crisis de Deuda

LatAm 1980s

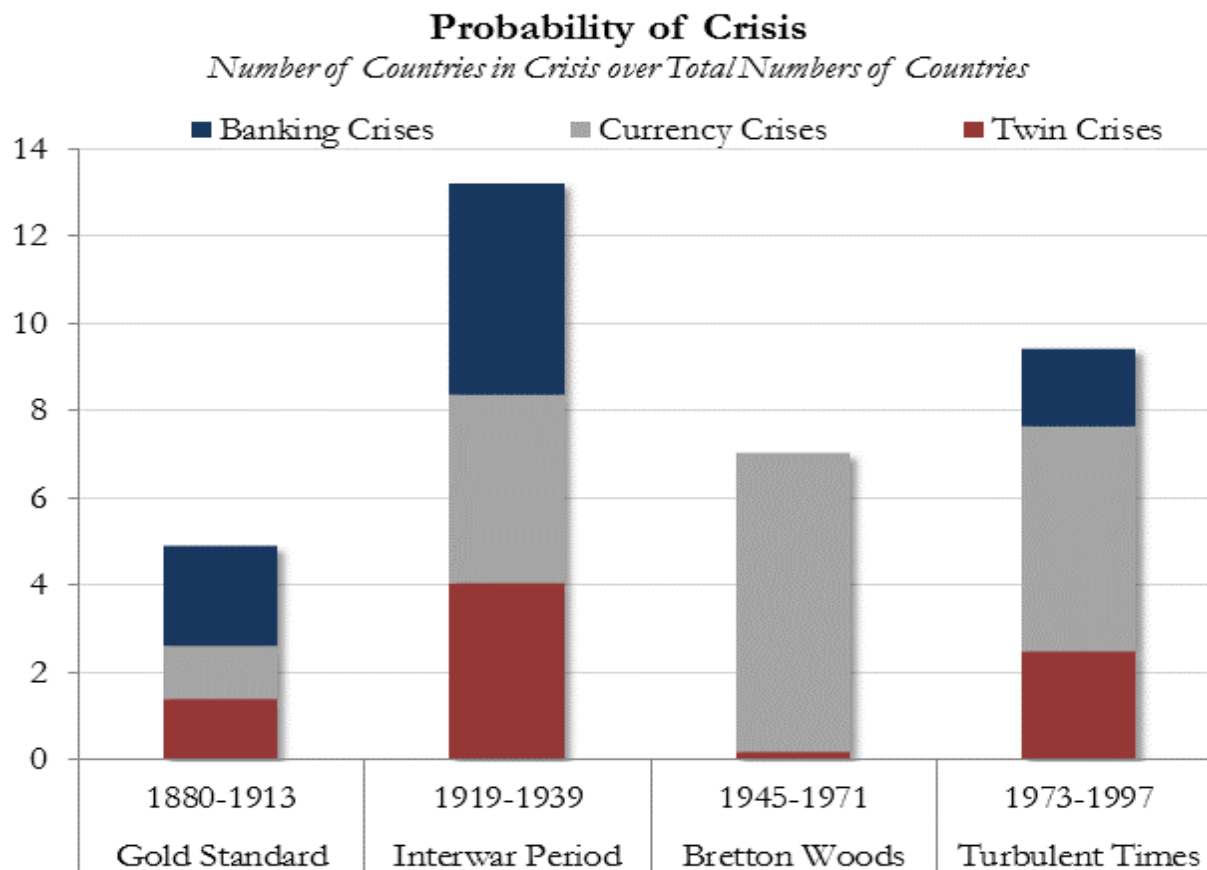
Crisis Gemelas

Tequila 1995
Colombia 1998-99
Grecia 2010

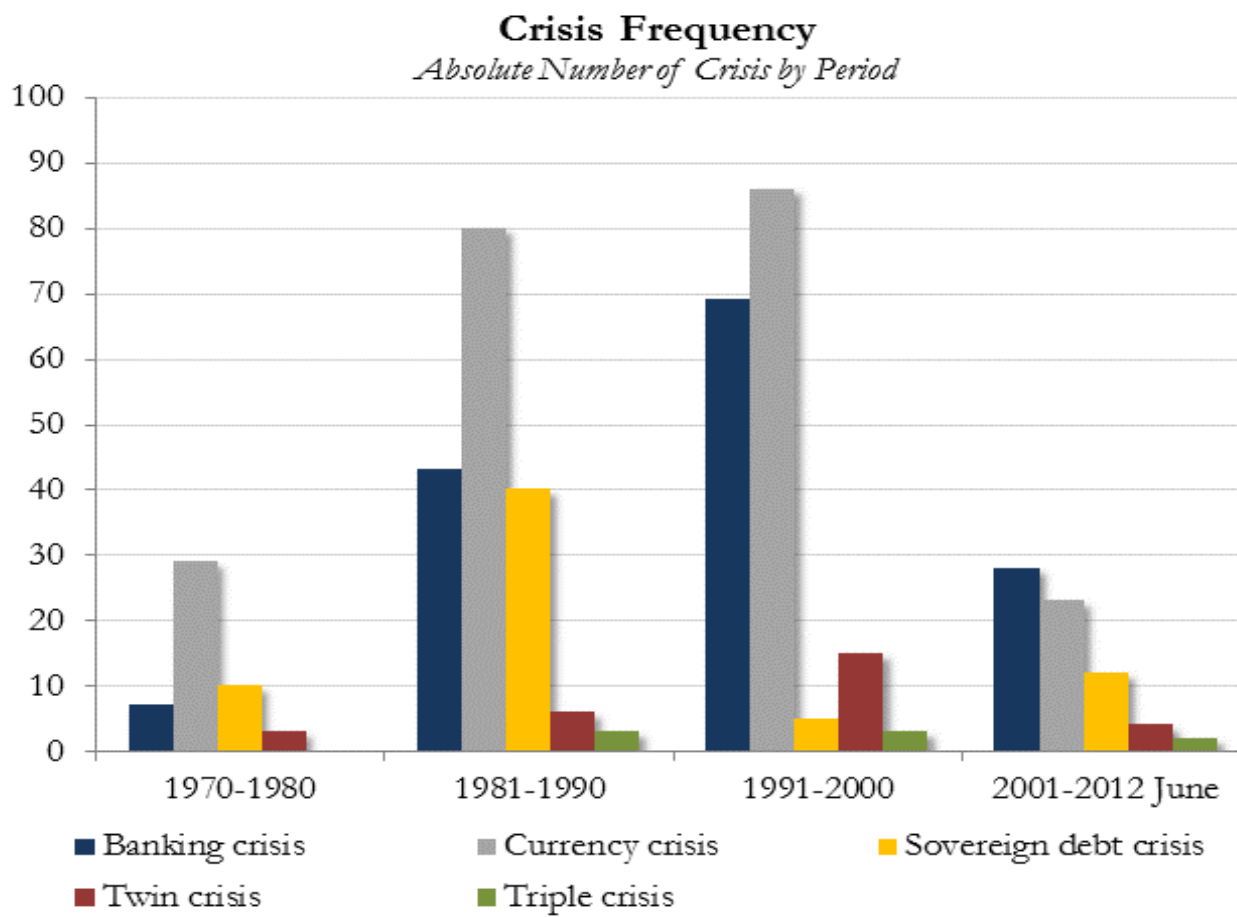
Crisis Triple

Argentina 2001
Ecuador 1999

Incidencia histórica de crisis financieras (1880s – 1990s)



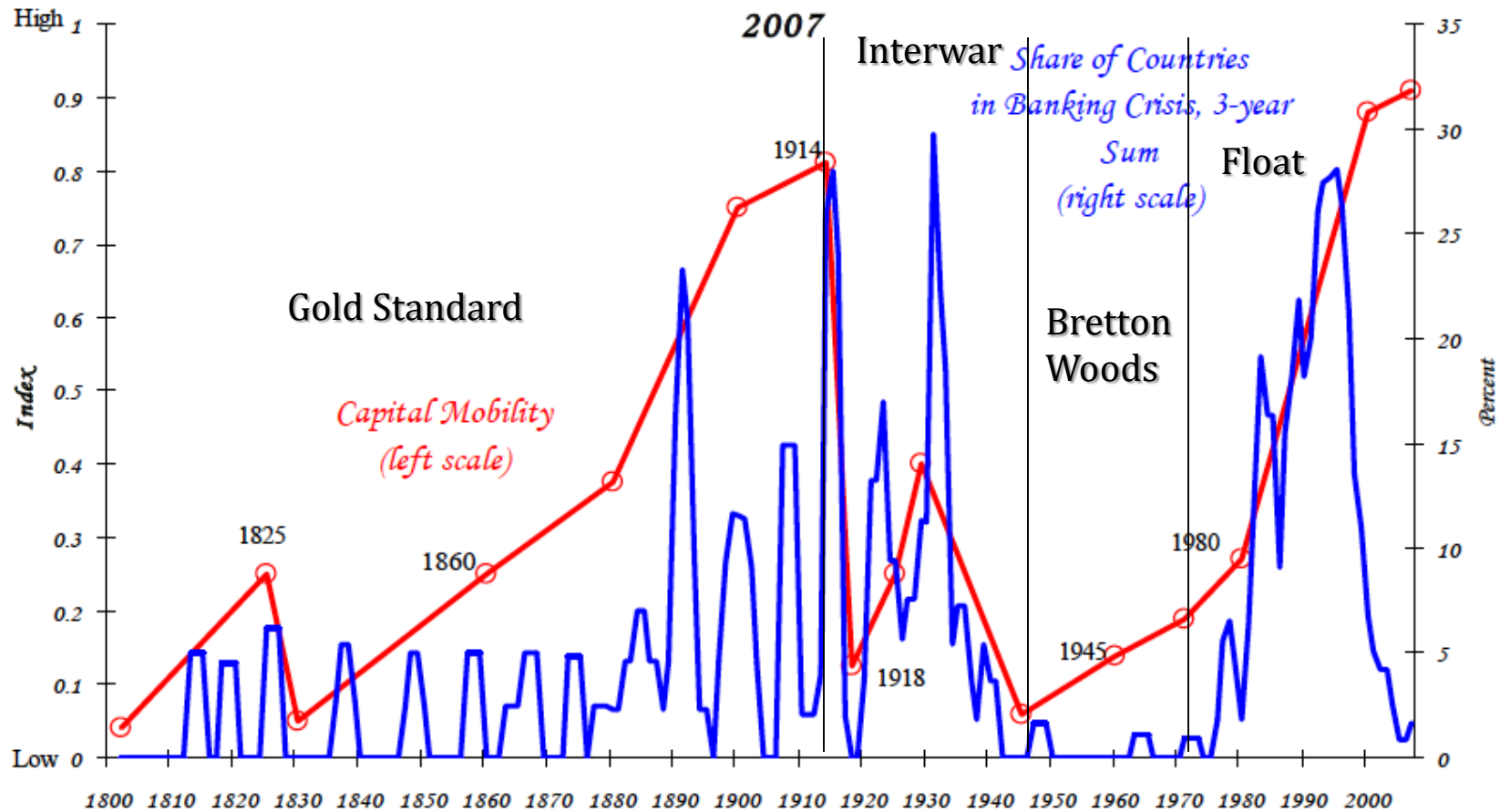
Incidencia histórica de crisis financieras (1970 – 2012)



Notes: A twin crisis involves a banking crisis in t and currency crisis in $[t-1, t+1]$. A triple crisis involves a banking crisis in year t , currency crisis in $[t-1, t+1]$ and debt crisis in $[t-1, t+1]$. *Source:* Calculation based on data in Laeven and Valencia (2012).

La globalización financiera ha ido de la mano con la incidencia de crisis financieras

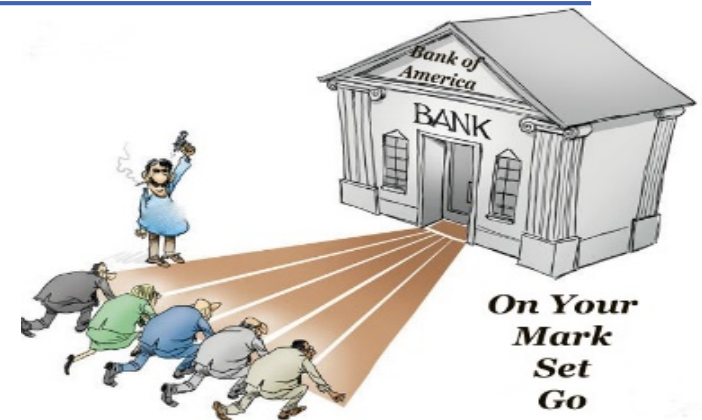
Capital Mobility and the Incidence of Banking Crisis: All Countries, 1800-



Corridas y ataques

(Siempre son contra algún activo)

Corridas – motivos y respuestas



- Motivo: aquel que corre primero recupera su dinero
 - Restricción de salida (retiro) secuencial porque la liquidez es limitada
 - Típicos activos bajo ataque en caso de crisis sistémicas: moneda local, deuda pública, depósitos bancarios
- Respuestas
 - Flexibilidad de precios – ej., tipo de cambio libre (riesgo del inversionista)
 - Cobertura perfecta – ej., caja de conversión, *narrow banking* (“cero” riesgo o riesgo remoto de confiscación)
 - Prestamista de última instancia – el riesgo es del Estado

Corridas – tipología

- La distinción conceptual es clara pero la identificación (diagnóstico) del tipo de corrida es muy difícil en la práctica
 - Los mismos síntomas pueden corresponder a distintas enfermedades
- **Corridas *ciertamente justificadas*** – moneda, banca o fisco inviables se merecen el ataque, el cual es inevitable
 - La corrida es el vehículo de la disciplina del mercado
- **Corridas *posiblemente no justificadas*** – moneda, banca o fisco podrían ser viables en ausencia de la corrida (aunque no lo sabremos si se da la corrida)
 - Equilibrios múltiples, profecías auto-cumplidas que reflejan problemas de credibilidad, interdependencias y fallas de coordinación
 - Posible brecha entre el interés privado y el social
- **Corridas *ciertamente no justificadas*** – moneda, banca o fisco son viables
 - Contagio puro
 - Clara brecha entre interés privado y social: pagan justos por pecadores

Corridas ciertamente justificadas (determinísticas)

Krugman (1979)

- El énfasis es en los fundamentos macroeconómicos y financieros
 - El riesgo de no pago (default) sube como consecuencia de las mala políticas macroeconómicas y financieras, justificando el ataque
- La corrida es determinística – tarde o temprano se dará, necesariamente
- El ataque es virulento y súbito – se produce a pesar de que, en su momento, no se observan cambios significativos en las variables fundamentales
 - El ataque es racional – anticipa lo inevitable – y busca evitar pérdidas de capital
 - Previo al ataque el deterioro de liquidez es gradual
 - El ataque rompe el régimen – flotación, quiebre bancario, default de deuda pública
- Prevención – el eventual ataque es predecible => “señales de alerta temprana”
 - Para la moneda: reservas internacionales, desequilibrios macro; sobrevaloración ...
 - Para la banca: indicadores CAMEL
 - Para el fisco: déficit fiscal, necesidades de financiamiento, nivel de deuda, inflación, ...

Corridas posiblemente no justificadas

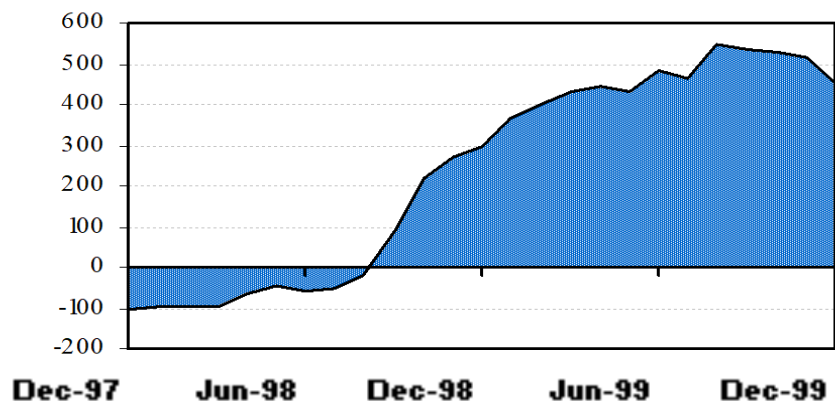
Diamond & Dybvig (1983); Obstfeld (1986)

- Brechas de credibilidad, incertidumbre, problemas de coordinación, interdependencias – todas en el corazón del fenómeno de equilibrios múltiples
 - Los dilemas de política pública al rojo vivo: defender o no defender, esa es la cuestión
 - Pero, ¿es la defensa creíble?
- El resultado es indeterminado: depende...
- La corrida no es necesariamente irracional (puede reflejar expectativas racionales), aunque el interés privado y social no coinciden
- El sistema desemboca en un mal equilibrio si la corrida se materializa, pero podría ir hacia el buen equilibrio en ausencia de la corrida
 - La corrida es mala para el grupo aunque justificable para el individuo
 - El mal equilibrio podría evitarse a través de coordinación
 - La profecía autocumplida implica que no hay aprendizaje
- Prevención – tarea mucho más compleja
 - La receta: prudencia en la política pública ante todo – evitar entrar en zonas de peligro

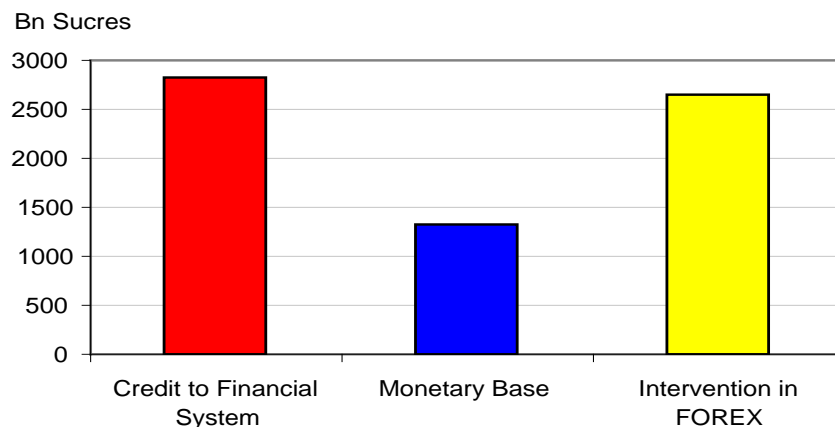
El prestamista de última instancia es la respuesta clásica a corridas bancarias, pero puede atizar la corrida contra la moneda

Ecuador 1998-99: Préstamos de Última Instancia e Intervención Cambiaria

CB Support to Banking System
(As % of Monetary Base)
Dec 1997=100



CB Liquidity and FX Intervention
(Cummulative Flows: August 98-January 99)



Crisis financieras de origen macro

Inviabilidad fiscal

- Un deterioro fiscal crónico con endeudamiento público descontrolado...
- ...puede generar una corrida contra los bonos soberanos en moneda dura...
 - Si el Estado entra en incapacidad de pago de la deuda externa
- ...o una corrida contra la deuda soberana o depósitos en moneda local
 - Riesgo de licuación (vía inflación)
 - Un fisco inviable no puede garantizar los depósitos
- Un problema generalizado de insolvencia bancaria...
- ...puede llevar a un salvataje por parte del gobierno...
- ...el que a su vez puede generar una subsecuente crisis de deuda pública
 - Ver Reinhart y Rogoff (2011), *This Time is Different*. Princeton University Press.

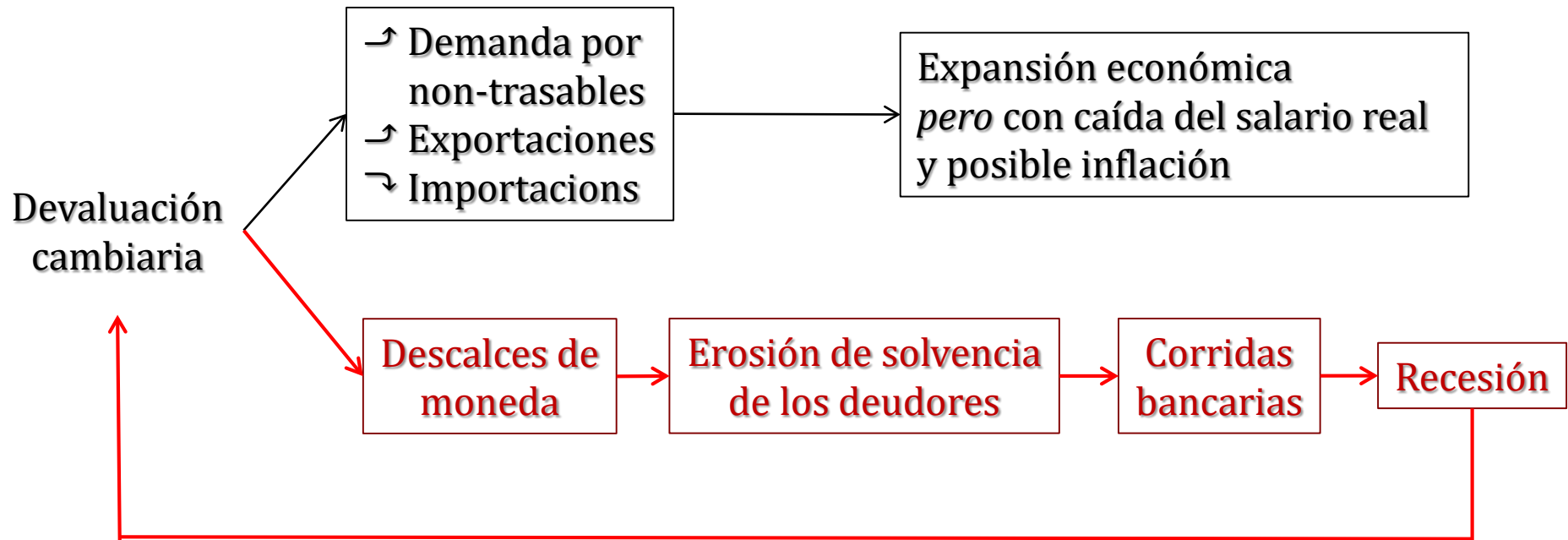
Boom crediticio privado que termina mal

Gavin & Hausmann (1996)

- Un choque positivo echa a andar la ola de exuberancia
 - Por ejemplo, un influjo extraordinario de capital
- => El gasto se desborda y la moneda se aprecia, atizando el consumo
 - La apreciación del tipo de cambio general la ilusión de riqueza...
 - ... a menos que esté respaldada por mayor productividad
- => Una orgía de crédito bancario, que amplifica aún más el gasto
 - “Los buenos tiempos son malos para aprender”
- Algún choque negativo pone fin a la fiesta
 - El sobreendeudamiento sale a la superficie, debilitando a los bancos

Descalces de moneda: efectos de balance de una devaluación

Hausmann (1999); Calvo & Reinhart (2002)

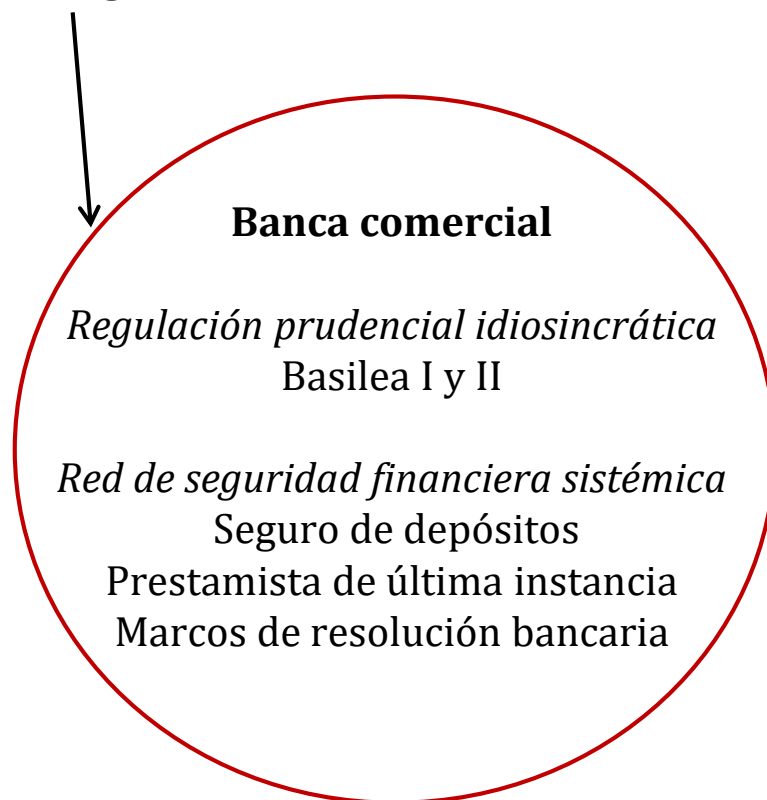


Puede materializarse una espiral diabólica de devaluación e insolvencia (De la Torre et al., 2001)

Crisis financieras endógenas:
lecciones post-Lehman

La arquitectura regulatoria pre-Lehman

Perimetro regulatorio



Actividad financiera no regulada

Sin acceso al seguro de depósitos o al prestamista de última instancia

Actividad supuestamente auto regulada, sujeta a la disciplina del mercado

“La regulación de transacciones financieras realizadas por profesionales del sector [financiero] es innecesaria”
(Alan Greenspan)

Lehman y el colapso de las preconcepciones

Pre-crisis

- La salud del sistema depende exclusivamente de la salud de sus partes
- No todo puede ir mal al mismo tiempo, especialmente si el riesgo está diversificado
- La distribución del riesgo es normal; para calcularlo basta tener la historia de precios
- La disciplina de mercado reina en los mercados financieros sofisticados y bien informados
- La red de seguridad financiera se mantendrá circunscrita al perímetro regulatorio

Post-crisis

- El sistema es mucho más que la suma de sus partes
- Todo puede ir mal al mismo tiempo (riesgo sistémico, covarianzas/interconexiones)
- La distribución de riesgo no es siempre normal (“colas gruesas”, “cisnes negros”)
- La disciplina de mercado puede fallar estrepitosamente en mercados sofisticados y bien informados
- Si la “banca en la sombra” florece fuera del perímetro la red de seguridad la seguirá

Cuatro fuentes de riesgo sistémico endógeno

(De la Torre e Ize 2010, 2016)

- Expectativas de salvataje: inconsistencia temporal y riesgo moral
 - El salvataje *después* de una crisis puede ser socialmente eficiente; por tanto, el Estado no puede comprometerse creíblemente a no intervenir
 - Riesgo sistémico en aumento si no se lo neutraliza con regulación
- Abuso y manipulación generalizada de los ingenuos
 - Riesgo sistémico en aumento a menos que la regulación sea proactiva
- Amplias y crecientes brechas entre el interés privado y el interés social
 - Agentes no toman en cuenta los efectos sistémicos de sus decisiones individuales
 - Riesgo sistémico con vulnerabilidad a corridas si no hay regulación adecuada
- Oscilaciones súbitas y no-rationales en el estado de ánimo colectivo – brecha entre la realidad y la percepción
 - Un tsunami que el arbitraje racional no siempre puede parar (“the big short”)
 - ¿Regulaciones extraordinarias para momentos extraordinarios?

Reflexiones finales

- Las crisis financieras son variadas pero tienen en común algún tipo de corrida, no siempre justificada por factores fundamentales
- La política pública debe cultivar un fisco sano, una moneda sana, y un sistema financiero sano...
- ...y evitar a toda costa que el sistema financiero entre en
 - Zonas de vulnerabilidad frente a choques macro
 - Procesos de aumento *endógeno* de riesgo sistémico
- La agenda regulatoria post-Lehman está en pañales

¡Gracias!
