

# Una nueva arquitectura financiera contra los riesgos y la severidad de las crisis

STEPHANY GRIFFITH-JONES

**La irregularidad de los flujos de capitales de corto plazo se ha convertido en un potencial talón de Aquiles de la economía mundializada y de la economía de mercado en los países en desarrollo. También en esto es mejor y más eficiente prevenir que curar. Es necesario tomar medidas para adelantarse a las crisis y sus efectos. Pueden establecerse arreglos institucionales y llenar vacíos instrumentales y reglamentarios. Es necesario dotar a los organismos financieros internacionales de nuevos mecanismos adaptables a las coyunturas, como por ejemplo los «programas fantasma», que ayudarían, a través de una condicionalidad preventiva, a que los países tomen sus propias medidas contra los ciclos de especulación.**

**S**abemos que los flujos de capital hacia los países en desarrollo tienen claros e importantes beneficios. Son especialmente evidentes en el caso de las inversiones extranjeras directas (IED), que no solo son más estables sino también proporcionan conocimientos técnicos y acceso a los mercados. Otros flujos externos también poseen efectos microeconómicos positivos y notables, como el descenso del costo de capital para las firmas con capacidad crediticia. En el nivel macroeconómico, los flujos de capital extranjero pueden complementar el ahorro doméstico, llevando a mayor inversión y crecimiento. Esto es muy valioso para las economías de escasa capacidad de ahorro, pero puede ser menos evidente para economías de elevado ahorro, como las del Asia oriental.

---

STEPHANY GRIFFITH-JONES: catedrática en la Universidad de Sussex, Brighton.

**Nota:** Versión revisada de una monografía originalmente escrita para el coloquio «The Euro and the New Financial Order», organizado por la Fundación Friedrich Ebert en Bruselas, 22-23 de marzo de 1999. Agradezco a Jenny Kimmis y Jacques Cailloux por su importante contribución a este trabajo.

**Nota:** Este artículo proviene de *Internationale Politik und Gesellschaft* N° 3/1999, FES, Bonn, pp. 263-278.

**Palabras clave:** sistema financiero internacional, crisis monetarias, economías en desarrollo.

Sin embargo, grandes oleadas de flujos de capital de corto plazo y potencialmente reversibles pueden tener efectos muy negativos. En primer lugar, plantean complejos dilemas de política para la gerencia macroeconómica, ya que invariablemente pueden afectar factores macroeconómicos clave, como tasas de cambio y precios de activos, por ejemplo propiedades y acciones, distanciándolos de lo que se consideraría su equilibrio a largo plazo. En segundo lugar, y aún más importante, estos flujos implican el riesgo de muy marcados retrocesos, que pueden resultar en serias pérdidas de producción, inversión y empleo. Esto ha sido dramáticamente ilustrado por el impacto de la crisis en Asia.

Las crisis devaluatorias del tipo asiático plantean una seria preocupación sobre los beneficios para el desarrollo neto, en los países en desarrollo, de grandes flujos de capital internacional a corto plazo y potencialmente reversibles. Mientras que los altos costos de los reversos de estos flujos son evidentes, los beneficios se hacen menos claros. Esto se halla en franco contraste con las IED y los flujos de comercio, en los que los inmensos beneficios de desarrollo compensan claramente los costos. Como resultado, los volátiles flujos de capital a corto plazo surgen como un potencial talón de Aquiles para la economía globalizada y la economía de mercado de los países en desarrollo. Si la comunidad internacional y las autoridades nacionales no aprenden a manejar estos flujos de forma más eficiente, existe un serio riesgo de que perjudiquen los grandes beneficios que la globalización y el libre mercado pueden proporcionar, en otras circunstancias.

### **Análisis de la crisis de Asia oriental**

Dieciocho meses después de la crisis asiática, sus implicancias financieras no han sido completamente contenidas. En los países afectados se ha convertido, cada vez más, en una seria crisis de la economía real, con efectos sociales altamente negativos, además de consecuencias problemáticas para la estabilidad política. Es de notar que la crisis de Asia oriental en sí, además de su profundidad y extensión, ha sido casi totalmente inesperada, como también la rapidez y extensión del contagio. Por lo tanto, es esencial que entendamos las causas que la impulsaron, además de las que llevaron a su profundización y contagio.

Debemos examinar tres elementos clave. Primero, las raíces de los desequilibrios internos se hundían en los déficits del sector privado, ya que la mayoría de las economías presentaban superávits presupuestarios (aquí surge una importante diferencia con Brasil, donde una parte significativa del déficit de cuenta se explicaba por el déficit fiscal). Segundo, la crisis fue consecuencia de la sobreinversión (aunque parte de estos recursos fueron inapropiadamente distribuidos, especialmente en los sectores de la propiedad y electrónico), y no de sobreconsumo. Tercero, una causa importante de la crisis fue el marcado deterioro de la confianza en toda la región, diseminado por efecto de contagio, en vez de cambios significativos en las bases macroeconómicas, cuya mayoría era fuerte. Por cierto, el elemento más perturbador de

la crisis fue que afectó comunidades con largos historiales de buena gerencia económica, que habían sido excepcionalmente exitosas durante extensos periodos, en términos de crecimiento financiero, dinamismo de los sectores de exportación, bajas tasas de inflación y altas tasas de ahorro.

¿Cómo fueron estas economías súbitamente sacudidas por crisis monetarias y financieras de tal magnitud? Es claro que hubo serios problemas internos en los países en sí, incluyendo debilidades significativas en sus sistemas financieros domésticos y especialmente en los bancarios, que no estaban apropiadamente regulados. Hubo una supervisión y regulación deficiente de la deuda privada a corto plazo por parte de bancos y prestatarios corporativos. También parece que se cometieron errores en la forma como las cuentas de capital fueron liberalizadas, ya que esto se realizó de manera especialmente favorable para los flujos a corto plazo. Además, varios países de Asia oriental tenían políticas de cambio fijo, con sus monedas pegadas al dólar estadounidense. Esta política se tornó problemática cuando el dólar se apreció notablemente respecto del yen.

Pero existe otro factor causal crucial, relacionado con la conducta de los flujos de capital internacional. Este aspecto se relaciona con ciertas imperfecciones de los mercados internacionales de capital, que casi siempre en tiempos anteriores han formado parte de los estados de pánico financiero, cuyo impacto aumentó significativamente debido a la velocidad con que los mercados pueden reaccionar en la economía global actual, con la ayuda de una tecnología de la información altamente sofisticada. Paradójicamente, este impacto parece ser más fuerte para las economías que son sumamente exitosas, o que parecen estar en proceso de convertirse en ello. En estas situaciones, la euforia en los mercados de capital interactúa de manera perversa con la complacencia de los gobiernos en los países que reciben esos beneficios.

Las economías exitosas ofrecen rendimientos más altos, a través del rendimiento en sí y las ganancias de capital. Si los inversionistas extranjeros logran entrar en estas economías, o si su entrada es facilitada por la liberación de cuenta de capital, tienden a entrar con prisa, generando una oleada de influjos de capital que afectan las variables económicas clave. Las tasas de cambio se sobrevalúan; los precios de los activos clave –como acciones o bienes inmuebles– crecen rápida y marcadamente. Se produce un aumento en los ingresos reales y en la riqueza percibida. Los bancos tienden a suavizar las normas aplicadas a los préstamos, eliminando las constricciones de liquidez de las firmas de negocios, ya que asumen que las tendencias actuales continuarán. Los saldos de pago comienzan a deteriorarse, a menudo con rapidez, mientras el consumo y la inversión aumentan. Inicialmente, esto no es considerado un problema, ya que los líderes e inversionistas extranjeros se hallan dispuestos a seguir con los préstamos/inversiones. Las autoridades económicas retrasan los ajustes necesarios, confiadas en que los éxitos del pasado seguirán, y que las crisis surgen en otros países.

Luego, algo cambia. La novedad puede ser doméstica o internacional, económica o política, importante o relativamente pequeña. Este cambio propicia una drástica modificación en las percepciones, llevando a una gran caída de la confianza entre los inversionistas internacionalmente móviles, esto es, inversores extranjeros y nacionales capaces de retirar sus activos líquidos. El cambio de percepción tiende a ser extenso y veloz. Un país anteriormente percibido como economía exitosa, para el que no alcanzaban las alabanzas, súbitamente es visto como frágil, riesgoso y con tendencia a la crisis. Este cambio de percepción tiende a ser mucho mayor que la magnitud del cambio que sirve de base en las garantías fundamentales. Además, cualquier debilidad en las bases económicas es entonces descubierta y magnificada por los mercados. Como en el caso de Asia oriental, puede haber mucha reacción exagerada. Las tasas de cambio colapsan, como también la bolsa de valores y los precios de las propiedades.

Este patrón ayuda a explicar las crisis de divisas y bancarias del Cono Sur de América Latina a principios de los 80, y la crisis del peso mexicano. También provee elementos importantes para entender la crisis de Asia oriental de 1997, y la más reciente de Brasil. La conducta que oscila entre el *boom* y el colapso de los prestamistas e inversionistas a corto plazo, no solo impulsa por las tendencias reales, sino por cambios dramáticos en las percepciones, son un denominador común en estas crisis. También lo es la apatía de las autoridades económicas en los países que reciben beneficios durante el periodo del *boom*.

En el caso de la crisis de Asia oriental, el reverso de los flujos de capital privado ha sido bastante dramático. Según las cifras del Institute of International Finance (IIF), los cinco países de Asia oriental más afectados (Corea del Sur, Indonesia, Malasia, Tailandia y Filipinas) experimentaron en un solo año un *turnaround* de 105.000 millones de dólares, pasando de entradas por 93.000 millones de dólares en 1996 a una salida estimada de 12.000 millones de dólares en 1997, que se estima continúe en 1998. La mayor parte de este viraje se manifestó en los préstamos de la banca comercial, seguida por los flujos de cartera a corto plazo, mientras que la IED permaneció constante. El *turnaround* de 105.000 millones de dólares en las cinco economías de Asia oriental representa más de 10% de sus PIB combinados. Como consecuencia, este viraje es mayor que el de 8% que ocurrió en América Latina a principios de los 80.

Los mercados de capital y financieros son especiales. Aunque generalmente funcionen bien, están expuestos a imperfecciones significativas; la información asimétrica y selección adversa cumplen un papel importante en la explicación de estas imperfecciones, ya que son particularmente sensibles a la información. Además, existen fuertes incentivos para acumulaciones excesivas (*herding*) en los mercados financieros, ya que cada inversionista, prestamista o gerente de fondos a corto plazo intenta escoger la inversión o préstamo que considere más deseable por otros inversionistas o prestamistas. Estas

acumulaciones parecen fuertemente alentadas por los sistemas de incentivos (demasiado cortoplacistas), con los que operan los actores de los mercados financieros. Las distorsiones también surgen por las estructuras en las instituciones financieras privadas, que otorgan insuficiente influencia en la toma de decisiones a los departamentos de investigación encargados del análisis y la evaluación de riesgo.

Las crisis en Asia han tenido efectos económicos y sociales extremadamente negativos en los países más afectados. El PIB de Indonesia cayó aproximadamente 15% en 1998, y la población que se encuentra por debajo del nivel de pobreza aumentó de 20 a 80 millones, perdiendo muchos años de exitosos programas de reducción de pobreza. El PIB en Tailandia se redujo en aproximadamente 8%. Otros países, como Corea del Sur y Malasia, experimentaron descensos menores, pero significativos, en el PIB, causando fuertes caídas en el empleo e ingresos reales. Especialmente preocupante es el hecho de que los grupos más pobres y vulnerables de esos países son los más afectados, aunque no contribuyeron a la causa del problema.

Otro elemento relevante para la comprensión de la crisis de Asia oriental es el análisis de ataques que se autogeneran, esto es, las crisis que surgen sin la presencia de inconsistencias políticas evidentes. La existencia de ataques autogenerados, con múltiples desequilibrios para las tasas de cambio y para otras variables clave, implican que las buenas bases macroeconómicas son condiciones importantes y necesarias, pero no suficientes para evitar las crisis de divisas. Actualmente, hay una comprensión limitada de lo que puede causar un ataque de este tipo. Sin embargo, existen condiciones de vulnerabilidad pasibles de ser identificadas, como la proporción de deuda a corto plazo respecto de las reservas de divisas, o elevados déficits de cuenta corriente en proporción al PIB.

Otro importante grupo de factores que explican la profundidad, duración y extensión geográfica de la crisis de Asia oriental se relaciona con errores cometidos en la gerencia de esa crisis. Las crisis lideradas por cuentas de capital, relacionadas con las expectativas de los inversionistas y prestamistas privados, pueden necesitar distintas respuestas a las tradicionales de balance de pagos, provocadas por problemas de cuenta corriente causados por déficits del sector público. En el «nuevo estilo» de las crisis, el aumento de la confianza de los actores privados es absolutamente esencial. En este nuevo contexto, el diagnóstico y las medidas políticas sugeridas por instituciones internacionales, que enfatizan las características estructurales negativas de los países afectados por las crisis y requieren extensas reformas estructurales en periodos cortos como condición previa para los desembolsos financieros, pueden llegar a exacerbar las crisis hasta el punto en que contribuyen a debilitar aún más la confianza, en vez de reforzarla. Por otra parte, incluso la implementación de reformas estructurales que se requieren pueden ser innecesariamente costosas si se hacen demasiado rápido o en medio de una crisis.

Un segundo problema ha sido que los países inicialmente tienden a posponer, por el mayor tiempo posible, la acción de recurrir a instituciones internacionales como el FMI, parcialmente porque temen que las medidas requeridas por el FMI serán draconianas con respecto a la estabilización, además de demasiado entrometidas en los ajustes estructurales. Los países solo acuden al FMI cuando el margen de maniobra para la implementación de políticas se ha vuelto demasiado restringido. Como resultado, las condiciones políticas del FMI para la estabilización son especialmente draconianas. Siguen las recriminaciones mutuas, largas negociaciones, se interrumpen programas, lo que debilita aún más la confianza del sector privado. Como es evidente que es urgente desarrollar una nueva dinámica de interacción más positiva entre los países afectados por crisis y el FMI, a continuación se hacen algunas sugerencias. Asimismo, la condicionalidad de las políticas debe ser diseñada principalmente para restaurar la confianza de los actores extranjeros y domésticos; aunque las políticas monetarias y fiscales excesivamente liberales serían contraproducentes en este contexto, también lo serían las excesivamente rígidas. Un objetivo clave en el diseño de las políticas macroeconómicas debe ser la protección del crecimiento y de los grupos más vulnerables y pobres de la sociedad. Igualmente, sería aconsejable que la gerencia de la crisis se basara en un enfoque de dos niveles, lo que implica, primero, el logro de la estabilización, y luego, la implementación de ajustes estructurales.

### **Lecciones a ser aprendidas**

Existe un creciente consenso de que se realicen urgentes cambios significativos en el sistema monetario internacional, y en las políticas de los países receptores, a fin de evitar crisis onerosas, y también garantizar un mejor manejo de las crisis, si surgen. Sin embargo, debe asegurarse que las medidas adoptadas contribuyan a expandir el acceso de todos los países en desarrollo a los flujos de capital, principalmente los de largo plazo. En este contexto, la IED es especialmente beneficiosa.

A la fecha de elaboración del presente texto, el problema del logro de una mejor contención y reverso de las crisis es particularmente urgente, debido a su profundidad y extensión, que afectaron Asia oriental, Rusia, Brasil y otros países en América Latina, y contribuyeron cada vez más a desacelerar el crecimiento de los países en desarrollo. A este respecto, es especialmente importante notar que las autoridades monetarias en los principales países desarrollados se hallan dispuestas a aligerar las políticas monetarias suficiente y oportunamente, a fin de evitar las crisis de divisas extendidas, causando tendencias de recesión, no solo en los países afectados, sino en la economía mundial.

Desde un punto de vista institucional, podemos distinguir tres niveles de medidas:

– Medidas dentro de los arreglos institucionales existentes. Dos ejemplos importantes son las políticas monetarias más expansivas en los países desarro-

llados, lo que ha sido hecho por los bancos centrales de Estados Unidos y Europa, y cambios en los requisitos de suficiencia de capital para préstamos a corto y largo plazo, lo que se haría en el contexto del Comité de Basilea extendido.

– Medidas que requieren algún nivel de desarrollo, expansión y adaptación de las instituciones existentes, como el FMI y los comités regulatorios que se hallan bajo la égida del Banco de Pagos Internacionales (BPI). Algunos ejemplos serían las nuevas facilidades dentro del FMI o la adaptación de las facilidades existentes, a fin de lidiar con las crisis de divisas causadas por cuentas de capital; el relleno de brechas regulatorias internacionales, para incluir el reglamento de fondos mutuales y fondos de protección; y el recién creado Foro sobre Estabilidad Financiera (FEF).

– Medidas que requieren un mayor radicalismo institucional, como la creación de nuevas instituciones o la realización de ajustes drásticos a las existentes. Aunque esto es claramente deseable desde la perspectiva de poder contar con órganos y mecanismos diseñados para las nuevas necesidades de un sistema financiero privado globalizado, su logro es marcadamente más difícil. El problema clave es que las nuevas instituciones globalizadas son necesarias para manejar de forma efectiva un sistema financiero como el actual, pero no existe un gobierno que pueda crearlas, y el proceso político para que los gobiernos nacionales organicen instituciones globales sería lento y complejo. No obstante, una clara visión de una nueva arquitectura financiera internacional que permita el surgimiento de un mercado global ordenado para apoyar el proceso de desarrollo parece altamente deseable. Esta visión debería ser tema de los debates actuales sobre la nueva arquitectura financiera.

En este contexto, existen tres funciones esenciales de la gerencia de mercado financiero global que hoy no se cumplen y cuya solución se hallaría en la existencia de nuevos desarrollos institucionales. A continuación esbozamos algunos ejemplos, que serán discutidos en detalle más adelante.

– Primero, la provisión de supervisión apropiada y regulación prudencial de los intermediarios financieros. Esperamos que esta función sea cumplida por el FEF, pero podría justificar la creación de una Autoridad Financiera Mundial.

– La provisión de liquidez oficial internacional para los países o mercados financieros, incluyendo especialmente préstamos de último recurso en condiciones de urgencia causadas por crisis de divisas, cuyo origen se halla en los problemas de cuenta de capital. Esto podría lograrse a través de las instituciones internacionales existentes, como el FMI y el BPI, contando con el cofinanciamiento del sector privado, pero con un cambio importante en el concepto de condicionalidad, y la oportunidad de estas facilidades.

– La provisión de procedimientos de paralización de emergencia y arreglos de deuda ordenados, que permitirían la suspensión de pagos durante épocas

Tabla 1

<b>Elementos de una nueva arquitectura financiera internacional</b>							
Actores	Países que reciben capital		Países que proveen capital		Instituciones financieras internacionales		
Tipos de medidas	Autoridades	Mercados	Autoridades	Mercados	FMI	BPI	BIRD
	<p>Prevención de crisis</p> <p>Restringir entradas a corto plazo.</p> <p>Mejorar la regulación prudencial y fortalecer el sector financiero doméstico.</p> <p>Liberalizar con mayor cuidado.</p>	<p>Desarrollar mercado de patrimonio y a plazo.</p> <p>Evitar exposición de deuda en moneda extranjera sin garantía.</p>	<p>Requisitos de efectivo para inversiones extranjeras</p> <p>medidos contra riesgos existentes para inversionistas institucionales.</p> <p>Evitar preferencias regulatorias hacia los préstamos a corto plazo.</p>		<p>Préstamos de último recurso</p>	<p>Extender las regulaciones internacionales y supervisión de préstamos bancarios y flujos de cartera a los mercados emergentes.</p>	
Mejor manejo de crisis	<p>Usar políticas de tasas de interés con cuidado.</p> <p>Distribuir paquetes de rescate para asegurar que los primeros en recibir protección serán los desposeídos.</p>	<p>Participar en cargas compartidas.</p>		<p>Participar en cargas comparadas.</p>	<p>Hacer que los fondos se hagan disponibles con mayor rapidez.</p> <p>Promover confianza en el mercado a través de la condicionalidad.</p> <p>Permitir arreglos de deuda ordenados.</p>		<p>Contener el impacto social de las crisis.</p>

de crisis sin generar incumplimiento, y reducción de deuda cuando existan problemas de solvencia, nuevamente sin generar incumplimiento. También aquí vemos que un arreglo institucional opcional requeriría nuevos desarro-



llos institucionales; algunos de los mismos, como la creación de una corte de bancarrotas internacional para la aplicación de un capítulo 11 internacional no sería factible, sin embargo, un procedimiento alternativo, sugerido en el Informe de Comercio y Desarrollo de la Unctad de 1998, sí podría serlo.

La tabla provee una matriz de las categorías de acciones requeridas, y los actores que deben estar involucrados.

### **Medidas para prevenir crisis futuras**

Al igual que en la medicina, ocurre en las finanzas. La prevención es mucho más eficiente y económica que la cura. A este respecto, el enfoque de la comunidad internacional después de la crisis asiática se centró en una mejor información, por una parte, y en el fortalecimiento de los sistemas financieros, por otra. Este enfoque fue claramente ilustrado por los grupos de trabajo de la agenda estructurada bajo el G-22, un grupo *ad-hoc* de los G-7 y países en desarrollo.

**Transparencia y revelación de información.** Es evidente que los vacíos de información jugaron un papel importante en el génesis de la crisis asiática. Como resultado, la mayor parte del trabajo del FMI, del BPI y del G-22 durante 1998 se centró en hallar formas de exhortar a los países para mejorar la calidad de la información que se encuentra disponible para el FMI y el público, así como de la calidad y efectividad de la supervisión internacional.

Es claro que una mejor información sería bienvenida, pero el enfoque actual sobre la información y la transparencia en cada país puede ser insuficiente. Primero, una información con mayor amplitud y disponibilidad sobre los mercados financieros internacionales puede resultar importante o más importante para la estabilidad financiera internacional, como información sobre los países en desarrollo. Segundo, hay poca evidencia que sugiera que una mejor información será suficiente para que los mercados financieros funcionen apropiadamente. El factor clave es cómo se procesa la información, y qué acciones se emprenden al respecto. Actualmente, se reconoce con amplitud que en los prolegómenos de la crisis asiática, los mercados ignoraron señales inequívocas de que los niveles de préstamos a corto plazo habían aumentado dramáticamente debido a fenómenos como la euforia y acumulaciones indebidas. Tercero, también debemos recordar que la información en los mercados financieros nunca puede ser perfecta, y que siempre existirán las asimetrías. En este contexto, es importante que las políticas sean diseñadas considerando estas fallas de los mercados financieros.

**Fortalecimiento del sistema financiero.** La crisis asiática enfatizó la importancia de los sistemas financieros sólidos en el mantenimiento de la estabilidad de las economías nacionales, como también en los mercados de divisas y de capital internacionales. Uno de los grupos de trabajo del G-22 examinó los problemas referidos al fortalecimiento de los sistemas financieros domésti-

cos y el mejoramiento de la cooperación internacional, basados en el trabajo del BPI y una publicación reciente del FMI sobre este tema (FMI 1998).

Ya existe un sólido consenso internacional sobre qué constituye una práctica aconsejable en muchas áreas de la supervisión bancaria y regulación de valores, aunque la implementación efectiva, aun en los países industrializados, sea compleja. El Comité de Basilea ha elaborado los «principios esenciales para una supervisión bancaria efectiva», y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Commissions - Iosco) ha preparado pautas similares para la industria de valores. El informe del G-22 enfatiza la necesidad de cooperación y coordinación entre los supervisores nacionales y reguladores, y también entre grupos internacionales. Esta recomendación ha sido implementada a través de la creación del FEF, que se discutirá en detalle más adelante.

*Responsabilidades de los países que reciben capital.* Una parte importante de la responsabilidad para disuadir excesivas entradas reversibles corresponde a los países receptores, que tienen mayor libertad para establecer políticas en los periodos de grandes oleadas de entrada de capital. El rol de las políticas monetarias y fiscales contracíclicas es esencial para reducir el crecimiento excesivo de absorción doméstica y/o déficits de cuentas corrientes. La experiencia y literatura recientes indican que un fortalecimiento de las políticas macroeconómicas es particularmente deseable cuando los indicadores de vulnerabilidad ante las crisis de divisas comienzan a deteriorarse rápidamente o pasan de ciertos límites; cuando los déficits de cuentas corrientes comienzan a crecer con rapidez; cuando la proporción de flujos de capital fácilmente reversibles en los flujos totales es alta y se halla en alza; y, en especial, cuando los pasivos externos a corto plazo crecen rápidamente o exceden el nivel de reservas de divisas. Por lo tanto, los altos niveles de reservas de divisas y límites sobre el nivel de pasivo externo a corto plazo son cruciales para evitar la crisis de divisas.

Un sistema de cambio de divisas apropiado es también esencial para economías abiertas relativamente pequeñas, a fin de hacerlas menos vulnerables ante las crisis. Aunque el problema es complejo, y el sistema de tasa de cambio seleccionado debe estar ligado a las circunstancias específicas del país, la evidencia internacional parece demostrar que los sistemas de cambio de divisas de banda ancha –con la inclusión de un posible elemento de *crawling peg*– ofrecen una buena combinación de flexibilidad y guía para el mercado, sirviendo como ancla para la política monetaria. Las tasas de cambio fijas, aunque presentan algunas ventajas, ofrecen rendimientos aparentemente seguros con plazos más cortos, creando oleadas de entrada (*inflows*), y pueden crear blancos fijos para el ataque de fondos de protección y otros cuando la situación se deteriore. Por otra parte, si la inflación doméstica excede la inflación internacional, las tasas de cambio fijas pueden llevar a la sobrevaluación, lo que incita a las corporaciones domésticas a tomar préstamos en el extranjero.

Un enfoque contracíclico también debe ser aplicado a la supervisión y regulación del sistema financiero, y especialmente del sistema bancario. En los tiempos de *boom*, la supervisión y regulación de los bancos, como también de las decisiones crediticias que los bancos tomen, no solo debe basarse en las expectativas de un escenario de crecimiento continuo entre los prestatarios. Este enfoque contracíclico serviría para moderar los *booms* de préstamos de la banca local, que a menudo exacerban el impacto de oleadas de entrada de capital.

En los casos en que estas oleadas de capital potencialmente reversible son excesivas, sería aconsejable que los receptores tomen medidas para disuadir las temporalmente. De hecho, algunos países (p. ej. Chile y Colombia) han implementado medidas (como impuestos y cauciones sobre los flujos durante periodos fijos) con esta meta. Esto tiene tres objetivos: disminuir la proporción de flujos a corto plazo y potencialmente reversibles; aumentar la autonomía de la política monetaria doméstica; contribuir a evitar la sobrevaluación de la tasa de cambio.

Actualmente, las principales instituciones financieras reconocen que las medidas de mercado tomadas por los gobiernos para evitar un exceso de flujos de capital a corto plazo pueden cumplir un papel positivo, si son parte de un paquete de medidas políticas que incluyen sólidas bases macroeconómicas, además de un sistema financiero doméstico fuerte y bien regulado.

*Foro sobre Estabilidad Financiera.* Los fondos internacionales a gran escala, comparados con el tamaño pequeño de los mercados de los países en desarrollo, nos lleva a cuestionar si las medidas para desalentar el exceso de entradas de capital a corto plazo son suficientes para lidiar con las oleadas de capital y el riesgo de retiro. Existen tres razones fundamentales para las acciones complementarias internacionales y de los países fuente: a) no todos los países que reciben estarán dispuestos a desalentar entradas de capital a corto plazo, y algunos incluso podrían alentarlas; b) incluso los países recipientes que hayan implementado una batería de medidas para desalentar las entradas de capital a corto plazo han hallado, en ocasiones, que estas medidas son insuficientes para evitar entradas masivas; y c) si los ataques contra sus monedas dificultan que los países sirvan su deuda, deben proveerse fondos oficiales.

Los inversionistas y acreedores privados internacionales pueden simplemente seguir asumiendo riesgos excesivos, a sabiendas de que estarán a salvo si la situación se hace crítica. Este es el clásico dilema de peligro moral.

La crisis financiera internacional provocó un serio debate sobre cómo podría ser fortalecida la supervisión del sistema financiero internacional, a fin de prevenir la futura recurrencia de crisis económicas de este tipo.

En el lado más institucionalmente radical de la escala, ha habido propuestas para la creación de un nuevo organismo internacional, como la Autoridad Financiera Mundial (Eatwell/Taylor 1999) o una Junta de Supervisores de

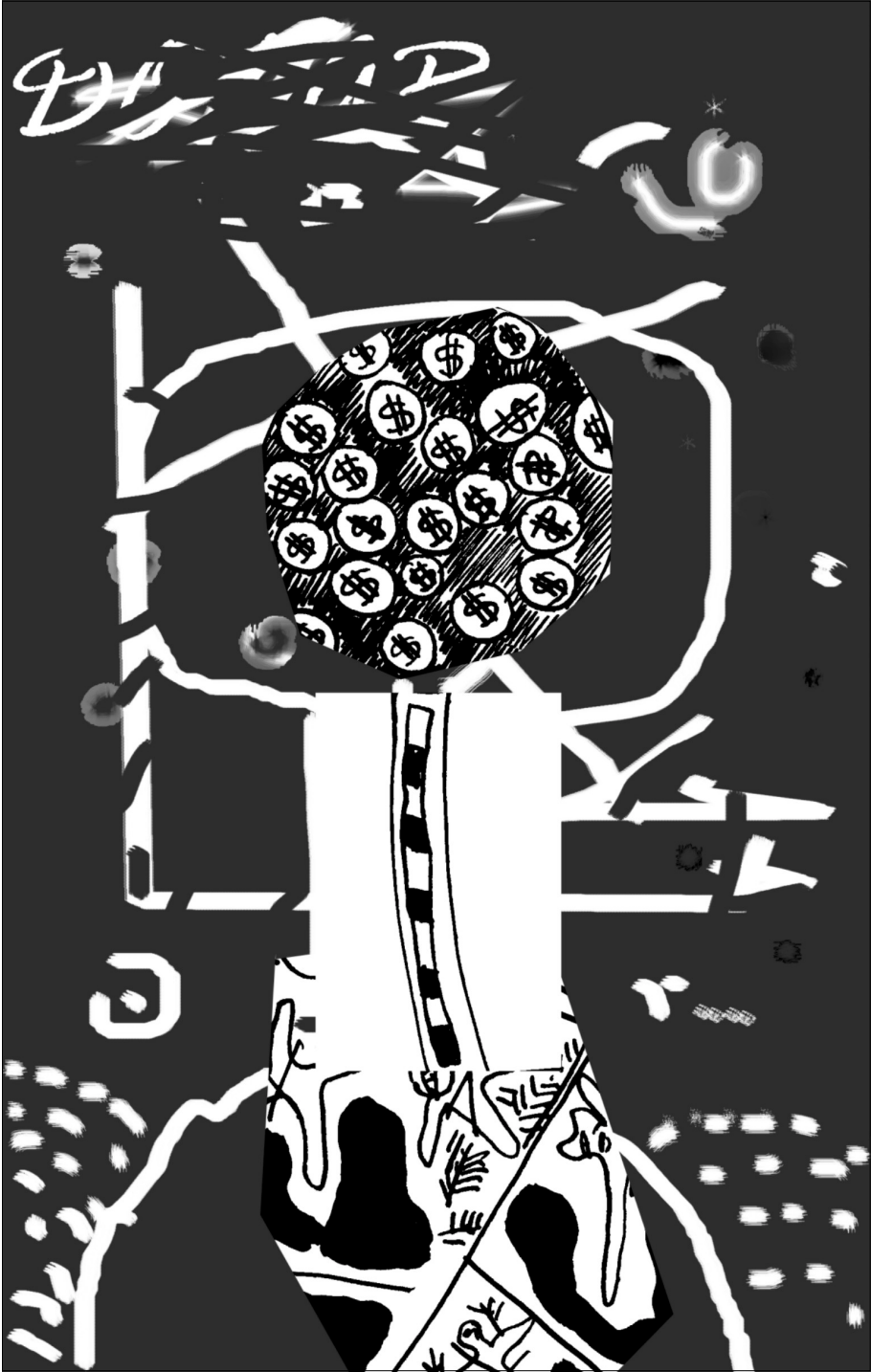
las Principales Instituciones y Mercados Internacionales. Esta entidad tendría amplios poderes para supervisar la regulación y supervisión global.

El otro enfoque ha sido el desarrollo de los arreglos institucionales existentes. Tanto el gobierno canadiense como el británico han presentado propuestas basadas en este enfoque en 1998. En el otoño de 1998, el canciller Gordon Brown y el secretario de Estado Clare Short propusieron un comité permanente para la regulación financiera global, a fin de coordinar la supervisión multilateral de los sistemas financieros nacionales, los flujos de capital internacional y el riesgo sistémico global. Se propuso que el comité reuniera mensualmente al Banco Mundial, el FMI, el Comité de Basilea del BPI y otros organismos regulatorios, a fin de desarrollar e implementar medios para asegurar que los estándares internacionales para la regulación y supervisión financiera fueran establecidos y coordinados apropiadamente. En octubre de 1998, los ministros de finanzas y presidentes de bancos centrales del G-7 pidieron a Hans Tietmeyer, presidente del Bundesbank, que desarrollara la propuesta del Reino Unido y considerara, de forma más general, la cooperación y coordinación entre los distintos organismos internacionales de regulación y supervisión, y que hiciera recomendaciones para nuevos arreglos. El informe de Tietmeyer, publicado en febrero de 1999, definía las áreas en que eran necesarias mejoras a los arreglos actuales, pero declaraba que «los cambios institucionales drásticos no son necesarios para lograr estas mejoras». Se propuso, entonces, crear un Foro sobre Estabilidad Financiera, que se reuniría regularmente para discutir los asuntos que afecten el sistema financiero global e identificar acciones requeridas para mejorar la estabilidad. El FEF fue formalmente patrocinado por los ministros de finanzas y presidentes de bancos centrales del G-7, en su reunión en Bonn realizada en febrero de ese año.

El informe Tietmeyer indicaba tres áreas principales para la aplicación de mejoras en los convenios actuales, que han sido traídas a colación a raíz de sucesos recientes en los mercados financieros internacionales:

- Se necesita desarrollar esfuerzos para identificar las vulnerabilidades en los sistemas financieros nacionales e internacionales y las fuentes de riesgo sistémico, y para identificar políticas efectivas para su mitigación.
- Se necesitan procedimientos efectivos para asegurar que las reglas y los estándares internacionales de las mejores prácticas sean desarrollados e implementados, y que las brechas en los estándares sean identificadas y corregidas.
- Se necesitan mejores convenios para asegurar la existencia de reglas y acuerdos internacionales consistentes en todos los tipos de instituciones.

El FEF será limitado a 35 miembros, a fin de asegurar un intercambio de ideas y toma de decisiones efectivas. Cada país del G-7 tendrá tres representantes –del Ministerio de Finanzas, el Banco Central y una autoridad super-



© 2000 Mary Carmen Pérez/Nueva Sociedad

visora. El G-7 declaró que aunque el FEF inicialmente estaría limitado a los países miembros del Grupo, se prevé que otras autoridades nacionales, incluyendo algunas de países de mercados emergentes, se unirán al proceso en alguna fase posterior. Tanto el FMI como el BM tienen dos representantes, al igual que el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria, la Iosco y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS). El BPI, la Organización para el Comercio y el Desarrollo Económico (OCDE) y los dos comités BPI tendrán un representante en el FEF.

La instalación del FEF es claramente un primer paso necesario y positivo para mejorar la coordinación de los distintos organismos que intentan renovar la forma en que los mercados funcionan. El informe Tietmeyer analiza de forma sucinta las deficiencias del grupo de convenios actuales, y llega a las conclusiones correctas sobre las mejoras que deben ser hechas. Sin embargo, se cuestiona si el FEF será suficientemente representativo y fuerte para abordar todos estos asuntos.

Primero, la omisión de cualquier autoridad de algún país en desarrollo en los años iniciales del FEF parece ser un error significativo. La representación de países en desarrollo sería deseable por razones de legitimidad, y porque proveería un rango de experiencia y perspectivas más amplio. Sería fácil hallar formas de incluirlos sin aumentar indebidamente el tamaño del Foro. Si se incluyen tres representantes de países en desarrollo, la membresía del FEF aumentaría de 35 a 38, lo que es menos de 10%. Los representantes de países en desarrollo (de bancos centrales o reguladores) podrían ser seleccionados, por ejemplo, con base en la región; podría haber uno de Asia, de América Latina y otro de Africa. Estos representantes serían nombrados por un periodo relativamente breve ( p. ej., dos años), y luego serían rotados. Este tipo de representación de los países en desarrollo ha funcionado exitosamente en otros contextos, como en las juntas directivas de las instituciones de Bretton Woods.

En segundo lugar, se han manifestado dudas sobre la solidez institucional del FEF. Con un pequeño secretariado en Basilea, y reuniones solo dos veces al año, y ningún poder para aplicar leyes o reglamentos, ¿tendrá el Foro el poder institucional necesario para lidiar con las tareas identificadas? El establecimiento del FEF representa una mejora sustancial del sistema de regulación global por medio de acuerdos y presiones comunitarias, y su eficiencia ha sido demostrada en el contexto de los Comités de Basilea del BPI. La cooperación internacional en el BPI siempre se ha basado en el control del país de origen, donde la soberanía permanece en Estado-nación, y los convenios se establecen a través de negociaciones, y luego son implementadas, cuando es necesario, por medio de la legislación o regulación nacional. Los países no representados en el Comité de Basilea también han adoptado algunas de sus directrices (más notablemente, los estándares de solicitud de capital). Sin embargo, a mediano plazo, en un mundo de mercados financieros abiertos, un organismo internacional con el poder de crear y aplicar polí-

ticas podría ser necesario (Eatwell). Esto nos referiría a un organismo similar, a una suerte de Autoridad Financiera Mundial, que estaría facultada con poderes ejecutivos, parecidos a los de una Organización Mundial de Comercio en el ámbito de las finanzas.

Mientras tanto, el FEF constituye un paso importante en la dirección correcta. El tiempo demostrará si este organismo es suficiente para promover la estabilidad financiera internacional, para llenar las brechas significativas en los reglamentos financieros que amenazan esta estabilidad.

*Brechas regulatorias.* Existen tres categorías de flujos que parecen insuficientemente regulados, y que han desempeñado un papel importante en el origen de las recientes crisis de divisas: préstamos bancarios a corto plazo (significativos en la crisis asiática); flujos de cartera fácilmente reversibles, hechos por instituciones inversionistas, como los fondos de protección (*hedge*) (especialmente importantes en la crisis del peso mexicano, y también en la de Asia oriental); las actividades de fondos de protección, particularmente relacionados con distintos tipos de derivados.

Los préstamos bancarios internacionales ya se encuentran regulados por los bancos centrales de los países industriales, y estas regulaciones nacionales están coordinadas por el Comité de Basilea. Sin embargo, los reglamentos existentes no fueron suficientes para desalentar un exceso de préstamos bancarios a corto plazo a varios países de Asia oriental. Una razón clave fue el hecho de que, justo antes de la crisis, la mayoría de estos países de Asia oriental eran vistos por todos, incluyendo los reguladores, como solventes. Otra razón importante parece ser la práctica regulatoria aplicada durante ese periodo. Por ejemplo, para los países no-OCDE, los préstamos de vencimiento residual de hasta un año tienen una ponderación de solo 20% a fines de suficiencia de capital, mientras que los préstamos de más de un año tienen una ponderación de 100%. Esto se realizó para reflejar el hecho de que es más fácil que los bancos individuales no renueven los préstamos a corto plazo. Sin embargo, como resultado de esta regla, los préstamos a corto plazo son más rentables para la banca internacional. Por lo tanto, se añade a la preferencia bancaria por ese tipo de préstamos, especialmente en situaciones de aumento de riesgo percibido, una preferencia regulatoria que también incita los préstamos a corto plazo. Un aumento general de dichos préstamos, sin embargo, incrementa la vulnerabilidad de los países ante las crisis financieras y, en consecuencia, paradójicamente, los bancos también se hacen más vulnerables ante el riesgo de incumplimiento de pago. Por ende, la limitación del diferencial de ponderación de suficiencia de capital puede ser aconsejable.

Con respecto a los flujos de cartera hacia los mercados emergentes, actualmente no existe ningún marco regulatorio internacional, para determinar los riesgos de mercado o de crédito sobre los flujos que se originan en los inversionistas institucionales, como los fondos mutuales (y más ampliamente, en los casos de flujos que se originan en instituciones no bancarias). Esta

importante brecha regulatoria debe ser llenada, a fin de proteger a los inversionistas al detal en los países desarrollados y en desarrollo de los efectos negativos de flujos de cartera excesivamente amplios o potencialmente volátiles (Griffith-Jones 1998).

Sin embargo, la crisis de Asia oriental confirma lo que ya se hallaba claramente visible en la crisis del peso mexicano. Los inversionistas institucionales, como los fondos mutuales, debido a la naturaleza especialmente líquida de sus inversiones, pueden desempeñar un rol considerable en la contribución a las crisis de divisas. Parece importante, por tanto, la introducción de algún reglamento para desalentar oleadas excesivas de flujo de cartera. Tal vez, sería más fácil lograr eso a través de un requisito de efectivo con ponderación de riesgo variable para los inversionistas institucionales, como los fondos mutuales. Estos requisitos de efectivo deberían ser colocados como depósitos que generen intereses en la banca comercial. La introducción de requisitos de efectivo con ponderación de riesgo dinámico (y tal vez otros inversionistas institucionales) concuerda con la actual filosofía de fijación de políticas, y requeriría la fijación de normas creadas por las autoridades regulatorias relevantes, o acordadas internacionalmente. Las pautas de riesgo macroeconómico que determinaría el requisito de efectivo, tomarían en cuenta variables de vulnerabilidad, como la proporción del déficit de cuenta corriente contra el PIB, el nivel de su pasivo externo a corto plazo contra las reservas de divisas, la fragilidad del sistema bancario, además de otros factores de riesgo-país relevantes. Es importante que se haga un análisis sofisticado, a fin de evitar criterios simplistas, que crean estigmas innecesarios para los países. Las opiniones del banco central y la tesorería nacional en los países que aportan fondos, y del FMI y el BPI, deben ser útiles a este respecto. Los reguladores de valores en los países-fuente deben ser las instituciones más apropiadas para implementar estas regulaciones, que podrían ser coordinadas internacionalmente por la Iosco.

El hecho de que el nivel de reservas de efectivo requerido presentara variaciones con respecto al nivel de «riesgo macroeconómico» percibido, haría mucho más rentable la inversión en países con bases sólidas, y se haría relativamente menos rentable invertir en países con bases macro o financieras inestables. Si estas bases llegaran a deteriorarse, la inversión disminuiría *gradualmente*, lo que se espera obligaría a una *corrección oportuna* de las políticas, y nuevas entradas de flujo. Aunque el requisito de reservas de efectivo sobre los activos de fondos mutuales invertidos en mercados emergentes podría aumentar el costo de un alza de capital extranjero, esto se vería compensado por el beneficio de una provisión de fondos más estable, a un costo también más estable. Además, se espera que este control pueda desalentar el reverso brusco y masivo de flujos originado por las crisis mexicana y asiática.

Debido al rol dominante y rápido crecimiento de los inversionistas extranjeros en países como EEUU, Reino Unido y Francia, esta propuesta –para un requisito de efectivo ponderado sobre los fondos mutuales– puede ser adop-



tada primero en los países mencionados, sin crear ventajas competitivas significativas. Sin embargo, después de su implementación en ese tipo de país, los esfuerzos para armonizar estas medidas en el ámbito internacional deberían recibir urgente prioridad en las discusiones globales de la Iosco, a fin de prevenir la canalización de inversiones de fondos mutuales a través de otros países, especialmente los centros *off shore*, que no imponen estos requisitos de efectivo. Estas pautas internacionales de la Iosco deben ser formuladas a través de consultas internacionales similares a las empleadas por el Comité de Basilea en el desarrollo de los «principios esenciales para una supervisión bancaria efectiva». Las pautas serían desarrolladas por un grupo de trabajo, constituido por representantes de las autoridades regulatorias de valores nacionales de los países que aportan fondos, junto con representantes de países en desarrollo, en el contexto de la Iosco. Deben tomarse en cuenta las regulaciones existentes relevantes, como la directriz de suficiencia de capital de la Comisión Europea. Finalmente, es importante enfatizar que la regulación adicional de los fondos mutuales ha de ser consistente con la regulación de otras instituciones (p. ej., la banca), y con los flujos potencialmente volátiles.

Un análisis cuidadoso –tanto técnico como institucional– se requiere para determinar cómo los fondos *hedge* y otras instituciones altamente apalancadas pueden ser reguladas de forma más efectiva a fin de reducir su impacto sobre la volatilidad magnificada de los flujos de capital, divisas y mercados accionarios en los países en desarrollo. La existencia de un creciente consenso es alentadora, como se refleja, por ejemplo, en el Informe de enero de 1999 del Comité de Basilea acerca de la «Supervisión bancaria sobre las interacciones de la banca con instituciones altamente apalancadas (Highly Leveraged Institutions-HLIs)», donde se dice que las HLIs pueden plantear riesgos significativos para los acreedores directos y, bajo ciertas condiciones de mercado, para el sistema financiero en su conjunto. El impacto de las HLIs sobre el aumento de la volatilidad en los países en desarrollo no ha sido objeto de estudios suficientes, ni se han diseñado medidas internacionales para enfrentar este asunto específico. Sin embargo, las respuestas de políticas para abordar los riesgos planteados por las HLIs ante los acreedores y el sistema financiero también reducirá el impacto negativo sobre los países en desarrollo.

Primero, lo más importante es enfatizar que el problema no solo se relaciona con los fondos de cobertura, sino con otras actividades o instituciones altamente apalancadas, como las mesas patrimoniales de la banca de inversión. Las HLIs puede ser definidas a través de tres características: a) están sujetas a poca o ninguna supervisión, ya que una proporción significativa opera a través de centros *off shore*; b) están sujetas a requisitos de revelación limitados y, a menudo, sus operaciones son muy opacas; c) obtienen un apalancamiento significativo.

Existen tres grupos de respuestas que pueden ser usadas para abordar los riesgos planteados por las HLIs. Sin embargo, sería más aconsejable considerarlos como complementarios.

La primera respuesta es indirecta, a través de las principales contrapartidas de las HLIIs (sobre todo bancos y casas de valores). Esto puede lograrse al promover prácticas más sólidas para la evaluación de riesgos por parte de los bancos y casas de valores, cuando trabajan con fondos de cobertura y otras HLIIs. No obstante, son recomendables otras acciones de las autoridades supervisoras. Esto implica, en particular, mayores requisitos de capital sobre los préstamos y otras exposiciones de la banca a las HLIIs, a fin de reflejar los riesgos más altos incluidos en tales exposiciones. También sería aconsejable que los supervisores, formal o informalmente, prohíban a los bancos hacer préstamos a un tipo de contraparte especialmente riesgosa. Estas medidas no solo protegerían a los bancos, sino que posiblemente estimularían a las HLIIs a manejar los riesgos de forma más responsable.

Una segunda vía, que sirve como complemento de la primera, es aumentar la transparencia sobre las exposiciones totales a las HLIIs por todas las instituciones financieras. Una posibilidad sería la extensión del concepto de un registro de crédito para los préstamos bancarios (similar al modelo francés «central de riesgos», que provee a los bancos acceso al monto agregado de préstamos bancarios a cada compañía). Este registro cobraría, en un lugar centralizado, exposiciones totales (posiciones en el balance general y fuera del mismo) de distintos intermediarios financieros a contrapartes individuales, como los mayores fondos de cobertura. Las contrapartes, los supervisores y bancos centrales (de los países desarrollados y en desarrollo) podrían obtener información sobre el endeudamiento total de estas instituciones, lo que les ayudaría a evaluar los riesgos involucrados de forma más precisa. A estos fines, la información debería ser oportuna y significativa (especialmente para la consideración de los virajes bruscos en las posiciones de las HLIIs). Lo más recomendable es que el mencionado registro tuviera su base en el BPI mismo, o en el Comité de Basilea sobre el Sistema Financiero Global, que ya ha tenido experiencia en recopilación de información similar.

La tercera vía es la regulación directa de fondos de cobertura y otras instituciones altamente apalancadas. Esta regulación directa podría adoptar varias formas, incluyendo los requisitos para otorgar licencias y estándares de capital mínimos para control y gerencia de riesgo. En su reciente informe, el Comité de Basilea sobre la Regulación Bancaria ha argumentado que un sistema regulatorio de este tipo debería enfocar el potencial para generar riesgo sistémico a través de actividades HLI, debido a su extensión y riesgo. Sin embargo, los efectos de las HLIIs sobre la volatilidad de las tasas de cambio en los países en desarrollo también deben ser abordados con la intención de aplicar los reglamentos correspondientes.

El argumento más frecuente contra la regulación directa de los fondos de cobertura es que podrían fácilmente evitar tales regulaciones, porque estas instituciones se encuentran *off shore*, o podrían trasladarse *off shore* sin dificultad. Sin embargo, si la supervisión y regulación global es genuinamente aceptada como un elemento sustancial en el mundo actual de mercados fi-

nancieros globalizados, no puede haber justificación para la existencia de áreas «eximidas», donde estas regulaciones podrían ser evadidas o limitadas. En lo referente a la provisión de información, y la regulación global de instituciones como los fondos de cobertura, es esencial que los centros *off shore* cumplan con los estándares internacionales. En particular, si los países del G-7 apoyaran claramente esta medida, y si los países en desarrollo los secundaran, una iniciativa política a este respecto podría ser útil y efectiva.

### **Medidas para mejorar la gerencia de crisis**

Aunque la prevención siempre será mejor que la cura, si la prevención falla y surgen grandes crisis de divisas, debe haber medidas instauradas para manejarlas de la mejor forma posible. Por lo tanto, las medidas para una mejor gerencia de crisis –tanto nacionales como internacionales– son los complementos ideales de las medidas de prevención.

**Medidas nacionales.** Una vez que se desata la crisis, las opciones políticas en el ámbito doméstico son muy limitadas y las consecuencias muy problemáticas. La respuesta estándar requerida por los mercados incluye notables aumentos en las tasas de interés y medidas fiscales más estrictas, incluso en países que presenten superávits fiscales.

Las alzas bruscas en las tasas de interés han sido muy efectivas en algunos casos, para prevenir extensas depreciaciones de divisas. Esos aumentos parecen ser más efectivos cuando son oportunos, drásticos y temporales, o cuando otras medidas (p. ej. las fiscales) se implementan simultáneamente o ya existían. El efecto de un aumento de las tasas de interés depende de si puede o no restituir la confianza. Si las tasas de interés se mantienen altas por un periodo significativo, surgirán efectos dañinos e indeseables, debido a su impacto de recesión en la economía real. Esto puede contribuir a efectos negativos de segunda ronda sobre las tasas de cambio.

También deben considerarse las características específicas de las economías individuales, como es el caso de las proporciones patrimoniales de deudas mayores en las compañías asiáticas, lo que implica que los aumentos en las tasas de interés del Asia oriental probablemente causen la insolvencia de las compañías, más que en otras regiones. En consecuencia, el mecanismo de transmisión por contagio entre el sector financiero y la economía real fue mayor en Asia oriental que en América Latina o Rusia. Con respecto a la imposición de limitaciones fiscales, es importante evaluar su relevancia en los contextos en que los déficits presupuestarios no son grandes, o incluso si existen superávits presupuestarios.

**Liquidez internacional suficiente.** *Mejoramiento del rol del FMI.* La primera respuesta internacional cuando surge una crisis de divisas significativa es la rápida activación de un paquete de financiamiento suficientemente extenso como para proveer la estabilidad, que es un activo público muy importante.

La institución clave en este caso ha sido el FMI, a través de sus propios recursos y su rol catalítico en la atracción de otros recursos, tanto públicos como privados. En este contexto, es positivo que el FMI haya obtenido más recursos a través de una expansión de sus cuotas. A fin de garantizar la efectividad al restaurar la confianza, debe proveerse una liquidez significativa, por tanto, las vías complementarias para la provisión suficiente de una liquidez oportuna deben ser exploradas. Una posible modalidad es a través de una mejora en los convenios cooperativos de los bancos centrales, por medio de convenios de intercambio (*swap*) altamente extendidos. Otra posibilidad es a través de acuerdos *stand by* (con arreglos crediticios especiales) preestablecidos con la banca privada, como lo han hecho recientemente Argentina y México. Sin embargo, estos arreglos posteriores no han sido sometidos a prueba, y no está claro si funcionarían frente a una crisis severa. El Banco de Pagos Internacionales podría cumplir un rol importante en la coordinación de la provisión de liquidez por el G-10 a los bancos centrales y bancos privados (como se discute a continuación).

Además del problema crucial de la escala de recursos, se incluyen otros problemas: la oportunidad, condicionalidad y formas de evitar peligros morales. La oportunidad es importante, ya que las crisis financieras surgen repentinamente. Aunque el FMI y la comunidad financiera internacional han desplegado esfuerzos significativos para desarrollar procedimientos de emergencia, la respuesta a las crisis de divisas aún no es suficientemente rápida. Una crisis de divisas puede evolucionar durante un par de semanas, antes de la implementación de un paquete financiero. Puede haber mucho daño en el ínterin. Debido al contagio, la crisis puede propagarse rápidamente a otros países. Una solución que debe ser considerada es el aumento de acceso a los programas de prevención apoyados por el FMI. Esto implica que una solicitud a favor del derecho de un país a recibir préstamos del FMI puede hacerse antes de que ocurra la crisis, por ejemplo, durante las consultas del país referidas al Artículo IV. El país solo recurriría a esta instancia si la crisis ya ha ocurrido, y podría hacerlo de inmediato. Esto implicaría que el Fondo tendría en funcionamiento un «programa de sombra» (*shadow programme*) con el país, incluyendo políticas condicionadas que disminuirían la posibilidad de la crisis de divisas. Sin embargo, si la crisis estallara, *no habría condicionalidades adicionales* como requisito previo para un desembolso inmediato.

El hecho de que Brasil tuviera una especie de paquete preventivo con el FMI (pese a que fue acordado después que la situación se deteriorara significativamente), y aun así tuvo una gran crisis de divisas, nos lleva a preguntarnos si el financiamiento preventivo es suficiente para detener las crisis. El que la condicionalidad del FMI —en Brasil y el otros países— demasiado deflacionaria, causando contracción económica y resistencia política interna, pudo haber aumentado, hasta cierto punto, la posibilidad de que se produjera la crisis. Por lo tanto, oportunidad y condicionalidad apropiadas deben ser combinadas.

Un serio problema adicional es que cuando los grandes volúmenes de fondos provenientes del FMI, el BM o el Banco de Desarrollo Regional, son canalizados hacia países de ingresos medios en crisis, los fondos disponibles para los países con menos recursos bajan dramáticamente. Además, los reversos bruscos en los flujos de capital privado han creado serios casos de inestabilidad en los países de bajos ingresos. Es importante asegurar la provisión de apoyo oficial del FMI y otras instituciones a países «menos importantes», e igualmente a las «amenazas sistémicas» cuando encaran dificultades idénticas.

La presión sobre el FMI para que éste provea liquidez internacional será menor si se comparte la carga de forma más equitativa entre las contribuciones públicas y privadas. Esto hace muy importante el desarrollo de procedimientos de arreglo ordenados, que reducirán la escala requerida para los préstamos internacionales (como se comenta a continuación).

Un problema final es la naturaleza de la condicionalidad del FMI que debe acompañar los grandes paquetes financieros, ligados a las crisis de divisas. Varias críticas relevantes han surgido sobre la condicionalidad del FMI en Asia oriental. Radelet/Sachs han argumentado que algunas de las condicionalidades del FMI (p. ej., sobre cierres de bancos, limitaciones excesivas de políticas fiscales) no solo eran inapropiadas, sino que incluso contribuyeron a aumentar, en vez de aliviar, el pánico en los mercados financieros internacionales. También Feldstein ha sostenido que la condicionalidad del FMI ha sido demasiado intrusa y abarcadora, que pretende lograr cambios dramáticos en periodos cortos. En consecuencia, es crucial que la condicionalidad del FMI contribuya a reconstruir, y no a perjudicar, la confianza del mercado en los países. En lo posible, la condicionalidad del FMI debe enfocar las políticas macroeconómicas, sin que sean demasiado intrusas y abarcadoras. Solo deben ser incluidas como parte de la condicionalidad de política cuando las reformas más estructurales son esenciales para aumentar la confianza, y puedan ser implementadas a corto plazo de forma efectiva. Otras reformas estructurales deben ser emprendidas más adelante, una vez ha sido alcanzada la estabilización y restaurado el crecimiento.

*Hacia un prestamista internacional de última instancia.* Sería altamente recomendable que las mejoras en la regulación global sean acompañadas por pasos que lleven hacia la creación de un prestamista internacional de última instancia. Al igual que el crecimiento de la banca doméstica en el siglo XIX creó la necesidad de que los bancos centrales actúen como prestamistas nacionales de último recurso para prevenir crisis frecuentes, al final del siglo XX el rápido crecimiento del crédito global y los mercados de capital, además de su extrema volatilidad, plantean la urgente necesidad de dar pasos hacia un prestamista internacional de última instancia.

A fin de asegurar la posibilidad de detener el crecimiento y la dispersión del pánico, un prestamista de última instancia debe tener la discreción para crear cualquier nivel de liquidez que se requiera. A escala nacional, los ban-

cos centrales son las instituciones que cumplen con esta función al proveer, a las instituciones financieras privadas, y especialmente a los bancos que tengan problemas, la liquidez que consideren necesaria. A escala internacional, no existe actualmente ninguna institución global que desempeñe esta función, ni hay disponibilidad de tal liquidez internacionalmente. Las instituciones financieras internacionales, en ocasiones, han asumido bilateralmente el rol de prestamista internacional de última instancia, como el del apoyo brindado en 1992 por el Banco Central de Alemania al franco francés durante la crisis, y la ayuda dada por el Tesoro de EEUU al gobierno mexicano durante la crisis del peso. Cada vez más, el FMI se ha convertido en la fuente principal de apoyo para los países en desarrollo afectados por crisis de divisas. Sin embargo, este organismo, bajo su mandato vigente, no es un prestamista internacional de última instancia genuino por varias razones. En primer lugar, y más importante, el FMI actualmente no puede crear liquidez ilimitada. Segundo, el FMI presta a los gobiernos con ciertas condiciones establecidas; un prestamista internacional de última instancia proveería liquidez a los países con problemas, a un costo más alto, pero sin condiciones.

En consecuencia, podríamos visualizar dos mecanismos institucionales separados. Uno sería un FMI ampliado y mejorado, según lo mencionado anteriormente. El otro sería una institución complementaria para préstamos oficiales incondicionales. En una fase posterior, cuando se desarrolle un banco central, podría institucionalizarse. Mientras tanto, podría pasar a las instalaciones del Banco Central del G-10, posiblemente en combinación con préstamos del sector privado. El BPI, que es una entidad reguladora financiera global, y cuya presencia como tal debe aumentar, ocupa una posición ideal para cumplir un rol de coordinador clave para el rápido ensamblaje de paquetes financieros por los bancos centrales del G-10, combinados, donde sea posible, con líneas de crédito privadas, hacia países afectados por crisis de divisas que no hayan sido causadas por errores de política interna, y que, por lo tanto, no requieran de cambios en la misma.

Las situaciones podrían ser clasificadas en tres categorías:

- Los países que, durante las consultas del artículo IV con el FMI, éste consideró que disponían de políticas apropiadas. Si tales países tuvieran una fuga de capital, y comenzara a desarrollarse una crisis, el BPI comenzaría a ensamblar un paquete económico incondicional, posiblemente usando sus propios recursos, pero en mayor parte los de los bancos centrales del G-10 y, si es factible, recurriendo a préstamos privados.
- Los países que, durante las consultas del artículo IV con el FMI acordaron con éste un «programa sombra» de condicionalidad. Si las autoridades económicas implementaran el programa totalmente, y aun así explotara una crisis, el FMI desembolsaría automáticamente (sin condicionalidad adicional). Si fuera necesario un paquete mayor, el BPI podría ayudar a coordinar un financiamiento adicional de los bancos centrales del G-10 y la banca privada.

– Los países que, durante las consultas del artículo IV, no acepten un «programa sombra» con el FMI y no mejoren sus políticas. Si estos países fueran afectados por una crisis monetaria, tendrían que recurrir, como primer paso, al Fondo para solicitar préstamos condicionados.

Este procedimiento proveería fuertes incentivos para que los países implementen políticas adecuadas, por cuenta propia o bajo un «programa sombra» del FMI. Esto reduciría las posibilidades de que surgiera una crisis. Sin embargo, si las crisis surgen, entonces se desembolsarían rápidamente préstamos extensos sin condicionalidad adicional, por el FMI y/o bancos centrales y banca comercial, coordinados por el BPI. El rol de la condicionalidad del FMI sería mayor en la fase de prevención de crisis, pero disminuiría en la fase de su gerencia. Como resultado, la condicionalidad sería menos dracónica (en términos de crecimiento) y, por ende, menos controvertida.

**Arreglos de deuda ordenados.** El aumento de flujos de capital hacia los países de mercados emergentes en años recientes, significa que ya no se puede depender de los fondos oficiales para compensar las salidas de capital privado durante una crisis. Asimismo, la escala de los recientes paquetes de salvamento liderados por el FMI para Asia y Brasil han causado mayor preocupación sobre el problema del peligro moral. La percepción de que los recursos oficiales se harán disponibles en el caso de que un país tenga dificultades para cumplir con sus obligaciones financieras, puede distorsionar los incentivos para acreedores y deudores. Este peligro moral es especialmente fuerte en el caso de los prestamistas, ya que junto con los inversionistas están exentos de asumir todos los riesgos de sus decisiones de inversión por los fiadores guiados por el FMI.

La necesidad de reducir el peligro moral no implica, sin embargo, que el sector oficial no juegue un papel en la solución de las crisis financieras. Los problemas involucrados en la acción colectiva, y el riesgo de contagio, son justificaciones claras para la intervención oficial en las crisis. Aun así, debemos hallar formas para incentivar una mayor asunción de riesgo por el sector privado, además de involucrar al sector privado en una fase inicial del proceso de solución de la crisis a fin de lograr que se comparta la carga de forma equitativa frente al sector oficial.

Uno de los grupos de trabajo del G-22, constituido en 1998, revisó algunas de las propuestas que aparecieron en un informe del G-10, elaborado durante la crisis del peso mexicano, que examinaba formas de lidiar con las crisis de liquidez (Goup of Ten). Un problema común a ambos informes es la importancia de la promoción de convenios ordenados para coordinar los deudores y acreedores en el caso de una crisis. Las dificultades están asociadas con la coordinación del acreedor, especialmente el acreedor «toma y corre», en el que las acciones emprendidas por acreedores individuales en beneficio de sus propios intereses pueden afectar los convenios de deuda ordenados, reducir los recursos potenciales disponibles para todos los acreedores y contribuir a

crear una situación de pánico. Gran parte de la diversidad de flujos de capital reciente hacia países de mercados emergentes, con una secta de acreedores internacionales heterogéneos mayor que en el pasado, también ha aumentado las dificultades en los convenios de deudas. El G-22 propuso que ciertas cláusulas contractuales fueran incorporadas a los bonos externos. Las cláusulas establecen lo siguiente: a) la provisión de una representación colectiva de los poseedores de la deuda en caso de crisis; b) permitir la votación de una mayoría calificada a fin de alterar los términos y condiciones de los contratos; y c) establecer el requisito de compartir entre los acreedores los activos recibidos del deudor. Estas cláusulas incitarían al establecimiento de un diálogo entre deudores y acreedores, y también entre los acreedores, y evitarían que una minoría de inversionistas disidentes paralice un convenio. Por tanto, esto aseguraría mayor orden en la solución de las crisis.

El informe del G-22 también examina formas alternativas de lograr arreglos del tipo *standstill*, en que las partes acuerdan suspender pagos por un periodo determinado. El informe indica que los países deben desplegar todos sus esfuerzos por cumplir con las condiciones del contrato de deuda, de forma íntegra y oportuna. Sin embargo, en algunos casos, puede ser necesaria una suspensión de pagos temporal como parte del proceso de solución de la crisis. En estos casos, una reestructuración voluntaria, cooperativa y ordenada, combinada con un programa de reformas, constituye el medio más eficiente para encontrar una salida. Un proceso de reestructuración ordenado puede ser apoyado por «un mejor marco para la gerencia de crisis futuras»<sup>1</sup>, permitiendo que la comunidad internacional indique su aprobación a la suspensión de pagos temporal al proveer apoyo financiero al país en crisis. Esta indicación solo sería provista en los casos en que la comunidad internacional crea que la decisión tomada por el gobierno con respecto a la suspensión de pago de la deuda, es el único curso de acción razonable; que el gobierno está implementando un sólido programa de reformas políticas, y que está desplegando sus mayores esfuerzos para llegar a un acuerdo con los acreedores.

En estas circunstancias, los préstamos proveen al FMI la oportunidad de manejar una crisis al manifestar confianza en las políticas del país deudor y en sus planes a largo plazo, indicando a los acreedores que no han recibido su pago que su interés sería llegar a un acuerdo con los deudores lo antes posible. Se argumenta que los gobiernos que imponen un *standstill* como parte del proceso de renegociación de deuda cooperativa y sin confrontaciones, no estarían expuestos a penalizaciones por sus acreedores. El informe del G-22 no llega a apoyar las propuestas para dotar a deudores soberanos con mayor protección contra acciones legales por los acreedores usando una suspensión de pagos. No ve esto como algo plausible, y considera que el problema general relacionado con la protección requiere una discusión más amplia.

---

1. Ver el punto 4.9 del informe de The Working Group on International Financial Crises.



Una de las preocupaciones expresadas con mayor frecuencia es que cualquier mecanismo que pretenda facilitar el incumplimiento de pagos por parte de los deudores, aun con el apoyo de la comunidad internacional, puede dificultar el acceso al capital internacional a largo plazo por parte de los países prestatarios, y posiblemente los mercados emergentes en general, o por lo menos, aumentará el costo de los préstamos. El argumento contrario estipula que las crisis financieras, como la de Asia en el verano de 1997, drásticamente reduce el acceso de los países afectados al capital internacional y, cuando pueden solicitar préstamos, causa alzas enormes en el costo de los préstamos. Similarmente, algunos argumentan que las suspensiones de pago pueden causar el fenómeno del contagio; si los mercados sospechan que vendrá una suspensión de pago en una economía de mercado emergente, podrían retirarse de otros mercados concebidos como «similares». Este argumento podría tener validez, pero la ausencia de suspensiones de pago declaradas durante los primeros meses de la crisis asiática no detuvieron el contagio en toda Asia oriental.

Otra objeción sobre los procedimientos de arreglos ordenados diseñados para ayudar a los países que se hallan forzados a declarar una suspensión de pagos temporal se basa en un peligro moral. Si los países pueden incumplir sus deudas con la bendición oficial, se teme que se proveerán falsos incentivos para préstamos imprudentes. Sin embargo, el peligro moral de los países prestatarios se limitaría por la dolorosa experiencia de las crisis, y por la estricta condicionalidad que el FMI impone sobre el otorgamiento de préstamos en tales circunstancias. Además, la posibilidad de una suspensión de pagos reduciría el peligro moral que incita a los prestamistas a prestar demasiado, con la expectativa de que serán salvados por el FMI, si las cosas salen mal.

La búsqueda de formas más efectivas para manejar las crisis financieras sigue siendo una prioridad, y aunque la prevención es indudablemente mejor que la cura, las crisis jamás serán eliminadas del todo. La respuesta estándar ante una crisis, que se concentra en la imposición de rígidas medidas de estabilización sobre los deudores, ha contribuido a minar el crecimiento y a aumentar la pobreza de forma dramática en los países afectados por la crisis. Las largas negociaciones para acordar los términos de una restructuración de deuda en Indonesia son un importante ejemplo de las fallas de los convenios existentes. La ausencia de un marco adecuado para la gerencia de crisis implica que se ha perdido un tiempo valioso en Asia, y que las crisis que pudieron, inicialmente, limitarse a ser solo crisis de liquidez a corto plazo, se convirtieron en crisis económicas, financieras y sociales de gran magnitud.

*Traducción del inglés: Beverley Rego*

## Referencias

- Agosin, M.: «El retorno de los capitales extranjeros a Chile» en *El Trimestre Económico*, México, 1996.

- Akyuz, Y.: «The East Asian Financial Crisis: Back to the Future?», <<http://www.unicc.org/unctad/en/pressref/prasia98.htm>>, 1998.
- Bagehot, W.: *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres 1873 (reimpreso por John Murray, 1917).
- Bank for International Settlements (BIS): *Informe Anual N° 65*, BPI, Basilea, 1995.
- Boorman, J.: «Reflections on the Asian Crisis: Causes, Culprits, and Consequences», presentado en la conferencia Fondad «Coping with Financial Crises in Developing and Transition Countries: Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance», marzo de 1998.
- Budnevich, C. y G. Le Fort: «Capital Account Regulations and Macro-Economic Policy: Two Latin American Experiences», documento de trabajo N° 6, Banco Central de Chile, Santiago, 3/1997.
- Camdessus, M.: «Capital Account Liberalization and the Role of the Fund», comentarios en el seminario MFI sobre Liberalización de Cuentas de Capital, Washington D.C., <<http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/030998.HTM>>, 9/3/1998a.
- Camdessus, M.: «Is the Asian Crisis Over?», discurso en National Press Club, Washington D.C., <<http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/040298.HTM>>, 2/4/1998b.
- Chote, R.: «Crystal Balls in Washington» en *The Financial Times*, 17/4/98, p. 19.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti y Nouriel Roubini: «What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?», Asian Crisis Homepage, <<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf>>, marzo de 1998.
- Eatwell, John: «Brown Achieves First Step Towards Global Stability» en *The Observer*, 28/2/99.
- Eatwell, John y Lance Taylor: «Towards an Effective Regulation of International Capital Markets» en *Internationale Politik und Gesellschaft* N° 3, FES, Bonn, 1999, pp. 279-286.
- Eatwell, John y Lance Taylor: «International Capital Markets and the Future of Economic Policy: A Proposal for the Creation of a World Financial Authority», 1998, mimeo.
- Eichengreen, B. y R. Portes: *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, Londres, 1995.
- Feldstein, Martin: «Refocusing the IMF» en *Foreign Affairs* vol. 77 N° 2, 3-4/1998, pp. 20-33.
- Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones (eds.): *Surges in Capital Flows to Latin America*, Lynne Rienner, Boulder, 1995.
- Fischer, S.: «The IMF and the Asian Crisis», Los Angeles, <<http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/032098.HTM>>, 20/3/1998.
- Fischer, Stanley: «Capital Account Liberalization and the Role of the IMF», <<http://www.imf.org/external/np/apd/asia/FISCHER.htm>>, 19/10/1997.
- FMI: *Toward a Framework for Financial Stability*, elaborado por un equipo liderado por David Folkerts-Landau y Carl-Johan Lindgren, FMI, Washington, 1998.
- FMI: *World Economic Outlook: Interim Assessment*, FMI, Washington, 12/1997.
- FMI: *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, Washington, 1995.
- Greenspan, Alan: en *The Financial Times*, 28/2/98.
- Griffith-Jones, S.: *Global Capital Flows*, Macmillan, Londres, 1998.
- Griffith-Jones, S.: «How Can Future Currency Crises be Prevented or Better Managed?» en Jan Joost Teunissen (ed.): *Can Currency Crises Be Prevented or Better Managed?*, Fondad, La Haya, 1996.
- Griffith-Jones, S. y M. Lipton: «International Lender of Last Resort: Are Changes Required?» en Z. Ros y S. Motamen (eds.): *International Debt and Central Banking in the 1980s*, Macmillan, Londres, 1987.
- Group of Ten: «The Resolution of Sovereign Liquidity Crises, A Report to the Ministers and Governors Prepared under the Auspices of the Deputies», mayo de 1996.
- Interim Committee of the Board of Governors of the IMF: «Communiqué», <<http://www.imf.org/external/np/cm/1998/041698a.htm>>, 16/4/1998.
- Kaul, I., I. Grunberg y M. Ul Haq (eds.): *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, Nueva York, 1996.
- Kenen, P.: «The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions» en I. Kaul, I. Grunberg y M. Ul Haq (eds.): ob. cit.
- Keynes, John M.: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Cambridge University Press, Cambridge, 1936.

- Khan M. y C. Reinhart: «Macro-Economic Management in APEC Economies; The Response to Capital Flows» en M. Khan y C. Reinhart (eds.): *Capital Flows in the APEC region*, monografía ocasional N° 122, FMI, Washington, marzo de 1995.
- Mishkin, Frederik: «Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective», minutas de la Conferencia del Banco Mundial sobre Economía del Desarrollo, 1996, pp. 29-77.
- McKinnon, R.: *The Order of Economic Liberalisation: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, John Hopkins University Press, Baltimore, 1991.
- Obstfeld, M.: «International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned» en *Brookings Papers on Economic Activity* N° 2, 1995, pp. 119-220.
- Phillips, S.: «Risk Weighted Regulation», informe presentado en la Conferencia de Fondad, Holanda, marzo de 1998.
- Radelet, Steven y Jeffrey Sachs: «The Onset of the East Asian Financial Crisis», primer borrador, 10/2/1998.
- Rodrik, Dani: «Who Needs Capital Account Convertibility?», Universidad de Harvard, <<http://www.nber.org/~drodrik/essay.PDF>>, 1998.
- Soros, George: «Avoiding a Breakdown» en *The Financial Times*, 31/12/ 97, p. 12.
- Stiglitz, J.: «The Role of the State in Financial Markets», minutas de la Conferencia del Banco Mundial sobre Economía del Desarrollo, 1994, pp. 19-61.
- Stiglitz, Joseph: «Statement to the Meeting of Finance Ministers of Asean plus 6 with the IMF and the World Bank, Kuala Lumpur», 1/12/1997, <<http://www.worldbank.org/html/extdr/extme/jssp120197.htm>>, 1997.
- Stiglitz, J.: «Boats, Planes and Capital Flows», una visión personal en *The Financial Times*, 25/3/98a, p. 32.
- Stiglitz, J.: «The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy», discurso ante el Consejo de Relaciones Exteriores de Chicago, Chicago, <<http://www.worldbank.org/html/extdr/extme/jssp022798.htm>>, 27/12/1998b.
- Strauss-Kahn, D.: «A Fix, not a Fudge», una visión personal en *The Financial Times*, 17/4/ 98.
- Tietmeyer, H.: *International Cooperation and Coordination in the Area of Financial Market Supervision and Surveillance*, 1999.