

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

# BOLETÍN

VOLUMEN XLVIII, NÚMERO 4

---

OCTUBRE-DICIEMBRE DE 2002

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

# BOLETÍN

VOLUMEN XLVIII, NÚMERO 4

---

OCTUBRE-DICIEMBRE DE 2002

# CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

## ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*) y Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2001-2003

*Presidente:* Banco de México

*Miembros:* Banco Central de la República Argentina; Banco Central de Brasil; Banco de la República (Colombia); Banco Central de la República Dominicana; Banco Central de Trinidad y Tabago; Banco Central de Venezuela.

## AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

## PERSONAL DIRECTIVO

*Director general*

Kenneth Coates

*Subdirector general*

Carlos-Alberto R. Queiroz

*Directora de Capacitación*

Jimena Carretero Gordon

*Directora de Estudios*

Flavia Rodríguez Torres

*Director de Relaciones internacionales*

Juan-Manuel Rodríguez Sierra

*Director de Administración*

Carlos Pinedo Rodríguez

---

*Boletín* es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango nº 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. ISSN 0186 7229.

# CEMLA BOLETÍN

## ÍNDICE

153 **Nota editorial**

155 **Crisis recientes en mercados emergentes:  
¿qué es lo que hemos aprendido?**

Guillermo Ortiz

188 **El Eurosistema y los Bancos Centrales de  
América Latina**

188 **Extractos seleccionados del documento de discusión  
general del seminario de Madrid**

195 **Integración monetaria en Europa: experiencias  
pasadas y presentes**

Eugenio Domingo Solans

199 **Aspectos financieros, monetarios y cambiarios  
de la integración regional actual en América  
Latina**

Kenneth G. Coates

204 **Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos  
y otras instituciones miembros del CEMLA**

206 **Actividades del CEMLA durante septiembre-  
noviembre de 2002**

209 **Índice 2002**

*Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.*

---

VOLUMEN XLVIII

NÚMERO 4

OCTUBRE-DICIEMBRE DE 2002

---

## *Nota editorial*

*El tratamiento de las recientes crisis en los mercados emergentes es un tema de creciente preocupación en los países de la región latinoamericana. Los formuladores de las políticas económicas, y en particular los responsables de las políticas monetarias, se interesan cada vez más en las medidas convenientes para neutralizar los perniciosos efectos de las crisis. En función de ello, el CEMLA considera que el artículo inicial de este número elaborado por el Gobernador del Banco de México, doctor Guillermo Ortiz, para la Conferencia Per Jacobsson, celebrada en Basilea, Suiza, en julio de 2002, constituye una muy completa experiencia sobre este tema. Cabe destacar tanto la presentación que hace sobre los elementos necesarios para analizar el desarrollo de las crisis como las distinciones que caracterizan a cada uno de estos fenómenos, que se inician con los efectos derivados de la crisis mexicana de fines de 1994.*

*Los demás artículos publicados en este número corresponden a varios documentos presentados en un seminario, celebrado en Madrid, en mayo de 2002, sobre el eurosistema y los bancos centrales de América Latina. A dicho seminario, organizado conjuntamente por el Banco de España y el Banco Central Europeo, concurrieron funcionarios del más alto nivel de múltiples bancos centrales europeos y latinoamericanos y las discusiones en torno al tema reflejan la importancia de los procesos de integración económica y monetaria en las diversas regiones económicas. Se incluye una síntesis de los principales aspectos contenidos en el documento de discusión general del seminario, así como las presentaciones del señor Eugenio Domingo Solans, Miembro del Consejo de Gobierno y de la Junta Ejecutiva del Banco Central Europeo, y del señor Kenneth Coates, Director General del CEMLA.*

*Como es costumbre, en el Boletín, se incluye al final la información más actualizada de las autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, así como una reseña de las actividades desarrolladas trimestralmente por este Centro de Estudios.*

# Crisis recientes en mercados emergentes: ¿qué es lo que hemos aprendido?\*

Guillermo Ortiz

## I. Introducción

Es un honor para mí haber sido invitado a dar esta conferencia en memoria de Per Jacobsson, un hombre que dedicó su vida con gran éxito a promover la cooperación internacional. Encuentro esta ocasión particularmente significativa, ya que es la segunda vez que la persona que encabeza el banco central de México ha sido honrada con la invitación de tomar parte en este importante acontecimiento. Rodrigo Gómez, Director General del Banco de México de 1952 a 1970, dio una de las conferencias inaugurales bajo la égida de la Fundación en 1964. Su comprensión de la importancia que tiene la estabilidad económica para el logro del desarrollo económico, explica el impresionante desempeño de la economía mexicana durante su dirección en el banco central, que sigue siendo válida en gran medida en la actualidad.

Desde la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994 y la subsiguiente crisis financiera, las economías de mercado emergentes han estado sujetas a frecuentes crisis. Estas crisis comparten muchas características que las distinguen de las que padecieron los mercados emergentes en los años de la década que se inició en 1980 y a principios de los 90. Entre esas características, deseo destacar las siguientes: *i)* muchas de las economías afectadas eran consideradas de desempeño sobresaliente por los participantes en el mercado y las instituciones financieras internacionales; *ii)* aunque como ocurre en todos los casos, hubo voces que advirtieron de inminentes problemas, en conjunto, muchas de

esas economías se consideraron fundamentalmente sólidas. La mayoría de las crisis, de hecho, no fueron anticipadas; *iii)* la magnitud de estas crisis, tanto en términos de reversión de cuentas como en términos de contracción del producto interno bruto (PIB), fueron mucho mayores de lo esperado.

Las nuevas características de estas crisis originaron un intenso debate sobre la respuesta política apropiada, a la vez interna y externa, así como sobre la reforma del sistema financiero internacional.

La conferencia se estructura como sigue: primero, en la sección II, describiré brevemente las principales cuestiones analíticas que han figurado en los debates acerca de las recientes crisis en mercados emergentes. Aquí, debo señalar que si bien la debilidad de ciertos factores fundamentales desempeñó un papel, el principal rasgo común de estas crisis fue el pánico financiero que afectó a estas economías. Con base en este diagnóstico, hago hincapié en que la combinación de un vigoroso ajuste de la política interna y de un cuantioso paquete de ayuda financiera internacional constituyó la respuesta adecuada para contener estas crisis. Esta sección también comenta la posibilidad de que estos grandes paquetes generasen riesgo o vulnerabilidad moral entre los formuladores de política interna o en los inversionistas internacionales. Finalmente, examino la posibilidad de que en algunas de estas crisis pudiera haber existido un elemento de insolvencia. La sección III, pasa revista a la gestión de la crisis. Con este propósito, se explora la experiencia obtenida de recientes crisis, a fin de justificar que, en la mayoría de los casos, no fueron generadas por consideraciones de insolvencia y que una respuesta rápida y enérgica, complementada con un importante paquete de asistencia financiera internacional, pudo restablecer el sentido de estabilidad en los mercados financieros. Asimismo, subrayo la dificultad de identificar *ex an-*

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el discurso de G. Ortiz, gobernador del Banco de México, pronunciado en la Conferencia Per Jacobsson, en Basilea, Suiza, el 7 de julio de 2002. El autor agradece a Alfredo Cuevas, Miguel Messmacher y Alejandro Werner del Banco de México sus valiosos comentarios y sugerencias.

te los pocos casos en que el incumplimiento fue la consecuencia definitiva. A continuación, esta misma sección estudia la respuesta de la política interna. Finalmente, se analizan los desafíos encarados por los programas del Fondo Monetario Internacional (FMI), como consecuencia de la distinta naturaleza de las crisis actuales. La sección IV examina las implicaciones de estas crisis en la gestión de la política interna, así como el diseño de la arquitectura financiera internacional, con el propósito de evitar futuras crisis. Por último, en la sección V, como conclusión, expongo varias ideas sobre la reforma del sistema financiero internacional.

## II. Principales cuestiones analíticas relativas a las recientes crisis en mercados emergentes

Tres cuestiones han dominado el debate en torno de las recientes crisis en mercados emergentes:<sup>1</sup> *i*) si estos episodios pueden explicarse por las variables económicas fundamentales o bien representan ejemplos de simples pánicos financieros; *ii*) si los paquetes de apoyo conjuntos por las instituciones financieras internacionales (IFI) generan riesgo o vulnerabilidad moral, y de ser así, en qué medida; y *iii*) la posibilidad de que algunos de estos episodios representen verdaderas crisis de solvencia.

La discusión acerca de las crisis en mercados emergentes, desde México 1994-95 a Argentina 2001-2002, se concentró primeramente en indagar

<sup>1</sup> Ha venido apareciendo una abundante literatura sobre estas crisis. Los siguientes no son más que unos cuantos ejemplos, que van desde relatos de los acontecimientos a ensayos y aun obras teóricas motivadas por las crisis. John Boorman *et al.*, "Managing Financial Crises: The Experience in East Asia", Documento de Trabajo del FMI WP/006107, Washington, D. C., junio del 2000; Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti y Nouriel Roubini, "What Caused the Asian Currency and Financial crisis?," 1998, disponible en la página personal en la red del señor Roubini; Barry Eichengreen, "Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?," documento de información básica para *Global Development Finance 2002*, del Banco Mundial; Atish Ghosh *et al.*, *IMF Supported Programs in Capital Account Crises* (Documento Ocasional 210 del FMI), Washington D. C., 2002; Paul Krugman, "Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises," preparado para un volumen en honor de Robert Flood, disponible en la página de la red del Sr. Krugman; Michael Mussa, "Argentina and the Fund: from Triumph to Tragedy," 2002, disponible en la página de la red del Institute for International Economics; Steven Radelet y Jeffrey Sachs, "The East Asian Financial crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity*, junio de 1998; Jeffrey Sachs, Aaron Tornell y Andrés Velasco, "The Collapse of the Mexican peso: What have we Learned?," Documento de Trabajo 5142 de NBER; y los muy numerosos discursos y ensayos de Joseph Stiglitz, incluido "The Asian Crises and the Future of the International Architecture," en *World Economic Affairs*, septiembre de 1998.

si detrás de las mismas se encontraban importantes desequilibrios fundamentales, o si eran el resultado de un simple pánico de acreedores, similar a una corrida bancaria. En la actualidad (aunque subsisten ciertas diferencias de opinión) se ha llegado al consenso de que la mayoría de esas economías fueron objeto de una crisis dual.<sup>2</sup> Por una parte, y en grados diferentes, casi todas las economías en crisis atravesaron problemas típicos de balanza de pagos que les imponían la necesidad de corregir un exceso de gasto (en los sectores público o privado) y que desembocaron en cuantiosos déficit en cuenta corriente y la apreciación real de sus tipos de cambio, causada principalmente por una afluencia sustancial de capitales en la fase que precedió a la crisis.

Sin embargo, en casi todos los países en crisis, los desequilibrios (monetario, fiscal o de la balanza inversión-ahorro del sector privado) no tuvieron una magnitud tan importante que pudiera explicar la virulencia de las crisis que siguieron.

Por otra parte, muchos observadores, aunque en desacuerdo por lo que respecta a los parámetros económicos fundamentales o las características estructurales de la economía que pudieron estar desajustados en cada crisis, coinciden en su evaluación de que el principal elemento común fue el pánico financiero que sobrevino y la naturaleza autorrealizable de los acontecimientos subsiguientes.

En consecuencia, las recientes crisis deben ser caracterizadas como crisis de cuenta de capital (por oposición a crisis de cuenta corriente), en las que las cuestiones de hoja de balance son centrales para la explicación de la gradual estructuración, comienzo y propagación de las crisis. Estos episodios son esencialmente problemas de refinanciamiento, bien sea de deuda pública o privada. De ahí que la magnitud, vencimiento y composición monetaria de la deuda sea crucial.

En este contexto, sobreviene una crisis de liquidez si un prestatario solvente no puede obtener fondos frescos en los mercados de capital, con objeto de mantenerse al corriente en las obligaciones del servicio de la deuda, a pesar de que ese prestatario posee activos netos para rembolsar la deuda a largo plazo. La renuencia o incapacidad de los mercados de capitales para proporcionar nuevos préstamos al prestatario ilíquido, pero solvente, constituye el meollo del problema. Si cada acreedor individual es demasiado pequeño para proporcionar todos los préstamos que necesita el deudor ilíquido, dichos acreedores como grupo estarán

<sup>2</sup> Nos referimos a las crisis de México (1995), Argentina (1995), Tailandia (1997), Indonesia (1997), Malasia (1997), Corea del Sur (1997-98), Filipinas (1998), Rusia (1998), Brasil (1998-99), Turquía (2001), y Argentina (2001).

an dispuestos a otorgar un nuevo préstamo, aunque individualmente es completamente racional que no presten si los demás acreedores se abstienen también. El resultado es una crisis de liquidez.<sup>3</sup>

A causa de la naturaleza dual de las crisis, la respuesta política se dirigió a ambos tipos de cuestiones. Por una parte, la implementación de políticas fiscales y monetarias restrictivas, junto con la devaluación de la moneda, contribuyeron a corregir el gasto excesivo, que constituía uno de los aspectos del problema. Y por otra, los cuantiosos paquetes internacionales de apoyo permitieron detener la corrida contra los activos de los países, al quedar asegurados los inversionistas de que el país contaba con liquidez para cumplir sus obligaciones financieras.

Sin embargo, al actuar el FMI prácticamente como prestamista de última instancia, se juzgó que esa institución estaba creando un riesgo moral al establecer una estructura incentivadora en la que los inversionistas no prestaban la debida atención al riesgo de incumplimiento. La evidencia que apoya esta hipótesis es sumamente frágil. No obstante, con base en esta posibilidad teórica, y la percepción de que los recursos del FMI no bastaban para hacer frente a ésta clases de crisis, así como en la oposición política de las naciones desarrolladas a este tipo de programas, se observó un fuerte impulso hacia la inclusión del sector privado (involucramiento del sector privado [ISP]) en algunos de los programas del FMI.<sup>4</sup>

En los debates más recientes sobre las causas de

<sup>3</sup> Estos nuevos factores presentes en las crisis financieras de los mercados emergentes constituyen un paralelismo con las teorías que explican las corridas bancarias, en las que los depositantes en bancos solventes repentinamente exigen sus fondos cuando temen que otros depositantes retiren su dinero. Esto puede conducir al banco a la iliquidez y a su eventual liquidación. A causa de la función de transformación de vencimientos desempeñada por los bancos, cualquiera de ellos, en principio, está sujeto a una corrida bancaria. En la práctica, la probabilidad de que se presente un acontecimiento de esta naturaleza se incrementará si el banco está en una situación de debilidad. Los modelos teóricos que presentan como características equilibrios múltiples explican este fenómeno; por ejemplo en Douglas Diamond y Philip Dybvig "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity", publicado en *el Journal of Political Economy*, junio de 1983. Este tipo de modelos se ha usado también para estudiar las crisis internacionales del tipo que estamos comentando. En Mervyn Lewis y Kevin Davis, *Domestic and International Banking*, The MIT Press, 1987, puede encontrarse un tratamiento tradicional de las corridas bancarias. Asimismo, en *Financial Crises, Contagion and the Lender of Last Resort*, editado por Charles Goodhart y Gerhard Illing en la Oxford University Press, 2002.

<sup>4</sup> Esta iniciativa tiene por objeto hacer que el sector privado contribuya con fondos para permitir al país en problemas que satisfaga sus necesidades financieras. Para una discusión a fondo del ISP véase Fischer (2001).

las recientes crisis en los mercados emergentes, la distinción entre crisis de liquidez y las de solvencia ha desempeñado un importante papel, tanto entre académicos como entre formuladores de política.<sup>5</sup> Las crisis en Rusia, Ecuador y Argentina pusieron en evidencia que las corridas contra los activos también podían ser el resultado de temores de insolvencia. Una crisis de liquidez surge porque los inversionistas experimentan una crisis de confianza, exhiben un comportamiento gregario o de rebaño, o bien porque el país sufre el contagio de otro mercado emergente. Por el contrario, la crisis de solvencia se debe al deterioro de la capacidad de la economía para cumplir con sus obligaciones financieras. El enfoque en la solvencia dio lugar a la extensión del ISP a casos en que el incumplimiento parcial se consideró justificado y eventualmente condujo a propuestas por parte del FMI para que se estableciera un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (MRDS). La actual arquitectura financiera internacional no cuenta con un marco aceptado para hacer frente a la insolvencia, por lo cual un país que confronta este tipo de situación encara una enorme incertidumbre. De ahí que estas propuestas sean para aplicar en un contexto internacional algunos de los principios que gobiernan las relaciones deudor/acreedor en los casos de quiebra empresarial en las economías internas.

Mas, incluso en el caso de que las crisis de liquidez y solvencia deban tratarse conceptualmente en forma diferente, hay algunos cuantos casos muy claros en que podemos estar seguros *ex ante*, de que una crisis de balanza de pagos es de un tipo u otro. Analíticamente, la distinción se establece usando el criterio de sostenibilidad de la deuda. Esto no obstante, los resultados son sumamente sensibles a los supuestos que se hacen en cuanto al futuro comportamiento de diversas variables macroeconómicas en el país, tales como su tasa de crecimiento, la evolución de los precios de los productos básicos, y el nivel de las futuras tasas de interés y del tipo de cambio. Existe siempre una gran incertidumbre en cuanto a la evolución de estas variables, en particular porque en parte puede depender de la disponibilidad de recursos de fuente oficial. Por ejemplo, si un país con crisis de liquidez no obtiene apoyo, la reacción de las tasas de interés y del tipo de cambio, así como la posibilidad de in-

<sup>5</sup> Véase, por ejemplo, de Jeffrey Sachs, "Creditor Panics: Causes and Consequences," The Cato Institute, 1998, el Informe Meltzer de la Comisión Asesora de la Institución Financiera Internacional, incluida en Goodhart e Illing, op.cit.; y de Enrica Detragiache y Antonio Spilimbergo, "Crisis and Liquidity: Evidence and Interpretation," Documento de Trabajo del FMI, WP/01/2, enero de 2001.

estabilidad social y política, podría ser de tal grado que el país fuera llevado a caer en la insolvencia. Incluso lo que es más importante, la sostenibilidad depende de la capacidad del gobierno para instrumentar las políticas de ajuste requeridas. Además, la sostenibilidad de una situación dada depende, en gran medida, de parámetros no conocidos, tales como las expectativas de los inversionistas, todo lo cual puede llevar a la existencia de múltiples equilibrios y crisis que se autorrealizan (*auto fulfilling*).

De ahí que, si bien la distinción analítica entre crisis de solvencia o de liquidez constituye un cimiento natural para establecer una taxonomía de las recientes crisis de mercado emergente, su aplicabilidad a la deuda soberana enfrenta varias deficiencias, entre las cuales destacan las dos siguientes: *i)* a fin de evaluar la probabilidad de incumplimiento soberano, es preciso analizar los requerimientos de servicio de la deuda en relación con la capacidad del gobierno para emprender los ajustes necesarios, sin poner en peligro la estabilidad política del país. Esta es una evaluación mucho más subjetiva que el análisis de la hoja de balance requerido para las empresas. La dificultad reside no tanto en la identificación de un nivel mínimo crítico del excedente primario, sino en la evaluación de la capacidad del gobierno para generar el excedente requerido; *ii)* como lo han subrayado Kenen (2002) y Tirole, una crisis de liquidez es algo que no ocurre más que raramente, a menos de que haya sospechas de insolvencia. Asimismo, una crisis de liquidez podría convertirse en una de solvencia en caso de no ser contenida rápidamente.

En consecuencia, las crisis de mercados emergentes más recientes entran en la categoría de equilibrios múltiples. Si se da al país la oportunidad de enderezar sus desequilibrios en forma ordenada (sin pánico de acreedores), y su estructura política interna admite la implementación de las políticas apropiadas, la crisis demostrará haber sido de liquidez. Sin embargo, en caso de que el pánico no sea acomodado, fácilmente puede convertirse en un problema de solvencia.

De modo que para resolver estas crisis, se requieren dos elementos esenciales: financiamiento y ajuste. Esto no suena muy distinto del contenido que tradicionalmente ofrecían los programas del Fondo para hacer frente a las tradicionales crisis de balanza de pagos. El punto en este caso, empero, es que la naturaleza dual de las crisis y el hecho de que involucran ajustes de hoja de balance, requiere cantidades mucho mayores de financiamiento (y también de ajuste, tema que abordaré después) que las crisis tradicionales. Los paquetes de ayuda, en consecuencia, han sido mucho más grandes, lo

que ha suscitado enérgicas respuestas por parte de los países acreedores. Con base en el argumento del riesgo moral, y en la idea de que el dinero del FMI no debe ser usado “para rescatar a los acreedores privados”, la discusión sobre el hecho de que el sector privado se vea involucrado, y el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (MRDS) ha evolucionado mayormente como reacción política al uso de los recursos del Fondo.

En la siguiente sección, examino algunas lecciones que ofrecen las recientes crisis en mercados emergentes sobre cuestiones relacionadas con los orígenes de estas crisis y las políticas establecidas para tratarlas.

### III. Algunas lecciones extraídas de las recientes experiencias con las crisis en mercados emergentes

Las crisis experimentadas por los mercados emergentes durante la pasada década han sido objeto de considerable atención (incluidas las respuestas de las instituciones financieras internacionales), empezando por la controversia que se suscitó en torno a la magnitud del paquete de rescate mexicano de 1994; la sorpresa que causó el hecho de que los tigres asiáticos también eran vulnerables; que Rusia no era, después de todo, demasiado grande para escapar a la misma suerte; que las crisis de deuda no necesariamente pertenecían al pasado, como lo sugiere la actual situación de apuro de Argentina; y que el contagio no había muerto, como lo indican los recientes episodios brasileños. Esta sección ofrece un breve panorama de las recientes crisis, con objeto de extraer de estas experiencias las lecciones pertinentes con respecto a las crisis de gestión. Se estudian las siguientes cuestiones: *i)* la naturaleza de las recientes crisis; *ii)* la difícil predicción de cuál será el resultado y cómo este resultado depende de la respuesta política; *iii)* algunas cuestiones relacionadas con la respuesta política interna; y *iv)* los desafíos que encara el FMI y la incidencia del riesgo moral.

Uno de los principales temas de esta sección es que, hoy día como en el pasado, la solución exitosa de las crisis depende de que se acierte en el equilibrio correcto entre financiamiento y ajuste. Las crisis de cuenta de capital no son una excepción a esta regla, pero la virulencia de las reversiones de flujos que distingue a estas crisis, resultado de repentinos cambios en las expectativas y el comportamiento gregario de los inversionistas, implica que en estos casos la gestión de la crisis exige respuestas sumamente enérgicas en ambas dimensiones de ajuste y financiamiento. De hecho, algunos países

han realizado fuertes ajustes, y los paquetes del FMI han sido mayores que antes. Esta última tendencia ha originado fuertes protestas acerca del riesgo moral y el rescate de inversionistas que, como argumentaré, son exageradas, y de hecho responden más a preocupaciones políticas internas de los países del G-7, más bien que a pruebas concretas obtenidas en el campo internacional. Empero, a pesar de sus débiles fundamentos, esta preocupación ha sido la fuerza que ha impulsado la búsqueda de formas efectivas para que se involucre el sector privado, y asimismo parcialmente ha figurado como razón de las discusiones en el MRDS.

Para esta discusión, pasaré revista a las crisis de México (1995), Argentina (1995), Tailandia (1997), Indonesia (1997), Filipinas (1998), Corea del Sur (1997-98), Rusia (1998), Brasil (1997-1999), Turquía (2001-2002), y Argentina (2001-2002).<sup>6, 7</sup> Al examinarlos, nos haremos las siguientes preguntas: ¿Se originan estas crisis en desequilibrios macroeconómicos fundamentales? ¿Implicaron elementos de autorrealización? ¿Fue apropiada la respuesta política de la comunidad internacional y de las autoridades nacionales en cada caso? ¿La solución de estos episodios, especialmente el de la “primera crisis del siglo XXI”, como denominó Michel Camdessus a la crisis mexicana de 1995, no sembraron acaso las semillas de ingentes problemas futuros, al promover un comportamiento irresponsable entre los inversionistas y formuladores de política en los mercados emergentes?

Analizaré brevemente estas cuestiones, no sin indicar algunas de las similitudes más significativas entre las principales crisis monetarias y de cuenta de capital de la última década. Los temas más destacados que voy a examinar no son nuevos, pero vale la pena volver a ponerlos de relieve. Tal vez la característica más distintiva e importante de

<sup>6</sup> Estas crisis tuvieron en común la intervención del FMI. Malasia (1997), otro ejemplo de una crisis de cuenta de capital, no negoció el apoyo del FMI, sino que siguió mayormente políticas similares a las de los países que concertaron acuerdos con el FMI. La desviación más visible de esta similitud fue el uso de controles de capital en Malasia. Sin embargo, las mismas fueron introducidas de hecho tardíamente, transcurrido ya lo peor de la fuga de capitales y cuando el gobierno había logrado formar un fuerte paquete de ajuste, mediante sus “propios medios”. El compromiso de Malasia con su programa contrasta con el caso indonesio, en el que las medidas de ajuste propuestas fueron a menudo implementadas como a desgano, dado que eran el resultado de tensas negociaciones entre el gobierno y el FMI, que no culminaron en acuerdo en muchas cuestiones, que abarcaban desde los requeridos esfuerzos de política macroeconómica, hasta la necesidad de contener asuntos relacionados en general con los préstamos y la corrupción.

<sup>7</sup> El Apéndice contiene información sobre los principales indicadores macroeconómicos en estos países antes y después de haber comenzado sus crisis.

muchas de estas crisis fue la naturaleza de autorrealización de las expectativas (pesimistas) que determinaron las salidas de capitales. En ese sentido, resulta apropiado pensar en esos episodios como otras tantas crisis de liquidez, caracterización que tiene importantes implicaciones políticas. Empero, aun reconociendo este rasgo en muchas de las peores crisis de la última década, no se puede negar que esas expectativas que se autorrealizan interactuaron con vulnerabilidades específicas que hicieron necesario armar los paquetes de rescate financiero más impresionantes en la historia del FMI.

### *1) Las crisis de cuenta de capital de la última década*

Las características comunes de las crisis más importantes en mercados emergentes de los años noventa, fueron las enormes reversiones que impulsaron en las cuentas de capital y la presencia de una cierta clase de arreglo de tipo de cambio fijo. Resultó especialmente significativo que el colapso de la cuenta de capital ocurriera en países como Brasil, Argentina, México, y Corea del Sur, que figuraban entre los principales receptores del capital privado internacional. O sea, en países que parecían haber tenido éxito en sacar ventaja de las nuevas tendencias globalizadoras, aunque, como las crisis lo iban a demostrar, su mismo éxito los hizo dependientes de la continuación de esas afluencias de capital y asimismo vulnerables a un cambio de parecer entre los inversionistas extranjeros. Por su parte, los regímenes cambiarios de esos países, adoptados en muchos casos como piedra angular de previos programas de estabilización, fomentaron durante años las expectativas de un tipo de cambio fijo. Estas expectativas influyeron en la composición de los balances de bancos y firmas, que incurrieron en prácticas que derivaron en una exposición excesiva al riesgo cambiario, con lo que se volvieron sumamente vulnerables a los movimientos de la moneda.<sup>8</sup>

Las crisis de balanza de pagos son a menudo el resultado de persistentes desequilibrios de flujos en las cuentas macroeconómicas. En el “ejemplo clásico”, los continuos déficit fiscales, financiados con la emisión de dinero, debilitan la hoja de balance del banco central y agotan gradualmente las reservas internacionales netas, hasta que la autoridad monetaria deja de estar en posición de defen-

<sup>8</sup> El ejemplo más dramático de esta situación fue el generalizado pasivo dolarizado de la economía argentina durante los años noventa, que hizo especialmente penoso el abandono de la junta monetaria. En esa situación, los vulnerables balances, vinculaciones del tipo de cambio y flujos de capital volátiles habrían de demostrar constituir una mezcla altamente inflamable.

der la vinculación de la moneda interna, que será entonces fácilmente víctima de los ataques de especuladores. Es decir, se sospecha frecuentemente que la política fiscal está agazapada detrás de un desequilibrio macroeconómico.

Sin embargo, los déficits del sector privado también pueden conducir a persistentes desequilibrios externos y eventuales crisis. En los años ochenta y principios de los años noventa, existía la noción muy generalizada en diversos círculos políticos de que el creciente endeudamiento en el sector público era una fuente de futura vulnerabilidad, pero la preocupación era mucho menor si el sector privado, financiero y no financiero, acumulaba obligaciones extranjeras. El argumento era que los agentes privados saben apreciar mejor el riesgo de sus operaciones, tanto como prestamistas como prestatarios, y que de ocurrir problemas de pagos, éstos corresponderían específicamente a una firma y un prestamista dados, y no tenían por qué generar ninguno de los fuertes efectos agregados que van asociados al incumplimiento soberano.<sup>9</sup> Las bancarrotas ocurren con frecuencia en los países industrializados, pero no conducen a grandes inestabilidades macroeconómicas.

Esta opinión demostró ser demasiado simplista, ya que los inversionistas comprendieron que un seguro de depósito implícito o explícito quiere decir que en caso de crisis sistémica, las obligaciones internas (y a veces extranjeras) de los bancos son efectivamente una obligación contingente del sector público. Además, las presiones políticas no dejan de surgir con toda seguridad para rescatar a las firmas privadas no financieras y el gobierno puede hundirse junto con ellas. Esto ocurrirá más probablemente cuando los productores de bienes no comerciables tengan obligaciones en moneda extranjera y no se hayan establecido procedimientos eficientes en caso de quiebra. Como resultado de esa intervención, la deuda pública se elevará, a menudo dramáticamente, y pasará a alimentar las preocupaciones acerca de la solvencia del gobierno o una eventual monetización del déficit del sector público. De este modo, una gran deuda extranjera del sector privado tenderá también a incrementar

<sup>9</sup> Esta opinión, que puede considerarse complementaria de la preocupación que hubo en Estados Unidos acerca de “los déficit gemelos” durante gran parte del decenio que se inició en 1980, se conoce como la “doctrina Lawson” porque quien la expresó más claramente fue Nigeel Lawson. El canciller británico, que en 1988 declaró que los actuales déficit en cuenta corriente en el Reino Unido no debían ser causa de preocupación, ya que no existía ningún pasado déficit gubernamental. (Véase Helmut Reisen. “Sustainable and Excessive Current Account Deficits”, Documento Técnico de la OCDE 132, febrero de 1998.) Con anterioridad a 1994, las autoridades mexicanas suscribían esta teoría.

la vulnerabilidad de la economía ante choques y cambios de percepción. De hecho, las crisis con raíces en el gasto privado excesivo tienden a ser de un tratamiento más difícil que aquéllas en que la vulnerabilidad clave reside en el déficit del sector público, ya que las del primer tipo tienen más probabilidad de causar problemas en el sistema bancario que las del último.

Gran parte de la deuda privada fue intermediada por los bancos internos. En ausencia de regulación y supervisión prudencial adecuadas, combinadas con una cuenta de capital más abierta, los bancos suministraron crédito a proyectos riesgosos y muy frecuentemente también proporcionaron crédito para la producción de bienes no comerciables, con recursos provenientes de fuentes extranjeras. Estas posiciones al descubierto tomadas por los bancos, así como la fragilidad de los proyectos que apoyaron con préstamos, implicaron que varias de estas crisis de cuenta de capital estuvieran asociadas con importantes crisis bancarias, o que hasta las ocasionaran. En consecuencia, cuando se trata de una cuenta de capital abierta, son cuestiones clave una regulación y una supervisión de los intermediarios financieros.<sup>10</sup>

Por lo tanto, los tres elementos que se deben vigilar en busca de debilidades fundamentales que pueden constituir otras tantas señales de problemas de solvencia potenciales, son la posición fiscal del gobierno, la deuda del sector privado, y la existencia de sistemas financieros endeblados.

Los principales ejemplos de situaciones en las cuales las finanzas públicas representaban una clara fuente de vulnerabilidad los encontramos en los casos de Brasil, 1998; Rusia, 1998; Argentina, 2000-2001; y Turquía, 2001. En sus comienzos, estos casos no parecían muy diferentes unos de otros, en el sentido de que todos mostraban elevados niveles de endeudamiento y continuos déficit fiscales. En Rusia, aunque la deuda pública era todavía relativamente moderada a fines de 1997, año en que llegó a 35% del PIB, el bajo crecimiento económico y los elevados déficit superiores al 7.5% del PIB colocaron la relación de deuda pública/PIB en un curso explosivo. En Brasil, las finanzas públicas se hallaban también en una trayectoria claramente insostenible, y el alto nivel de la deuda y sus características contractuales hicieron que el go-

<sup>10</sup> El sector bancario de México pasó por un proceso de consolidación y recapitalización, a raíz de la crisis bancaria que siguió a la crisis de la balanza de pagos. Adicionalmente, ello permitió la plena participación extranjera en el sector bancario. En la actualidad, la relación de capitalización del sistema bancario mexicano se mantiene en 20.1% (tomando en cuenta el riesgo crediticio), considerablemente superior al mínimo sugerido por el Banco de Pagos Internacionales.

bierno resultara especialmente vulnerable a los incrementos de las tasas de interés. En Argentina, la relación deuda pública/PIB se elevó continuamente durante la segunda mitad de los años noventa hasta exceder el 50% del PIB en 2001, con un déficit consolidado superior al 3% del PIB en 2000 y 2001. La relación deuda pública/PIB de Turquía llegó a 61% en 1999 y 57% en 2000, antes de saltar a un 90% en 2001, como resultado de la aguda depreciación de la lira turca que acompañó a la crisis. En resumen, todos estos países presentaban un panorama fiscal preocupante al entrar en crisis, el cual no hizo más que empeorarse en cuanto experimentaron un colapso de la confianza, lo que les cerró el acceso a los mercados financieros privados.

Sin embargo, diferencias fundamentales en el manejo de esas crisis dieron por resultado grandes diferencias también en su resultado.<sup>11</sup>

- Brasil (1999) y Turquía (2000) son dos casos en los que determinados ajustes fiscales hicieron posible el regreso a los mercados de capitales privados, sin tener que recurrir a ninguna clase de incumplimiento. En Brasil, el gobierno buscó la consolidación fiscal mediante el incremento de su superávit primario en 3.5% del PIB en 1999, cantidad suficiente para estabilizar la deuda pública como porcentaje del PIB. En Turquía, el gobierno se fijó como meta una mejoría en la balanza primaria de más del 3% del PIB en 2001, con un punto de porcentaje adicional en 2002, para alcanzar un superávit de 6.5% del PIB, nivel consistente con las declinantes relaciones de la deuda. Hasta ahora, Turquía ha cumplido con su programa fiscal, con un desempeño en 2001 superior al establecido.
- En contraste, toda respuesta débil ha conducido al incumplimiento. En Rusia el gobierno fracasó en el cumplimiento de sus compromisos fiscales contraídos mediante acuerdo con el FMI, por lo que la caída de los precios mundiales del petróleo la sorprendió con un amplio déficit y un exigente programa para la renovación de la deuda a corto plazo. Una tentativa fallida de reestructurar esa deuda sin el acompañamiento de una serie de medidas fiscales desembocó en un incumplimiento en los títulos estatales a corto plazo denominados en rublos, llamados *gosudarstvennyh kratkosrochnyh obligacij* (GKO) que conmovió los mercados en 1998. No obstante, el gobierno ruso adoptó medidas para incrementar la recaudación de ingresos y reducir los gas-

tos, con lo cual pudo revertir la tendencia de sus finanzas y alcanzar superávit globales de más de 3% del PIB en 2000 y 2001. En lo que concierne a Argentina, la historia no ha terminado todavía, pero la lección principal hasta ahora es que, como el gobierno no pudo cumplir con sus compromisos de ajuste fiscal, la renovación de la deuda se tornó cada vez más difícil. El último esfuerzo fue la ley cero-déficit: el gobierno mantendría un equilibrio estricto, y las instituciones financieras internacionales financiarían regularmente los vencimientos. Sin embargo, los gobiernos nacional y subnacionales continuaron registrando déficit. Los depositantes, avivados sus temores, intentaron sacar su dinero del sistema bancario, muy expuesto al riesgo de incumplimiento por parte del gobierno, el cual respondió con la congelación de los depósitos, con lo que el programa del Fondo se salió del curso que se había trazado. Argentina ha caído ya en incumplimiento, y ahora se está en espera de que el gobierno establezca un enérgico plan de acción que deje atrás esta situación.

El caso argentino merece unos cuantos comentarios adicionales. En la primera mitad de los años noventa, Argentina logró una sorprendente rehabilitación, tras de atajar la hiperinflación, y realizó significativos progresos en diversas áreas de reforma estructural, incluida la privatización y una primera oleada de reformas de la seguridad social. No obstante, el país no consiguió eliminar importantes inconsistencias en su estructura económica. La existencia de la junta monetaria planteaba la necesidad de reformas para lograr un mercado laboral flexible, restricciones más rigurosas por lo que respecta a los gobiernos provinciales, acostumbrados a los rescates por parte del gobierno federal, y disciplina fiscal a nivel nacional. Empero, Argentina aplazó estas reformas; de hecho, las operaciones de privatización permitieron al gobierno financiar un gasto creciente y posponer el necesario ajuste fiscal. Mientras tanto, las autoridades argentinas lograron colocarse en buenos términos con las instituciones financieras internacionales (IFI), en gran parte gracias al considerable buen prestigio de las mismas, que supieron ganarse durante la primera mitad de los noventa. A su vez, dichas organizaciones internacionales insistieron en la necesidad de que se llevaran a cabo las requeridas reformas, pero sin negociar con suficiente firmeza para lograrlo, quizás, porque estaban demasiado concentradas en las crisis asiáticas. Es así como la segunda mitad de los noventa representó un periodo de oportunidades perdidas para Argentina. El resultado fue un pertinaz des-

<sup>11</sup> Véase Apéndice.

empleo y el gradual crecimiento de un problema de deuda pública que no fueron abordados cuando todavía había tiempo y se contaba con el capital político para hacerlo desde una posición de relativa fuerza.<sup>12</sup> Así, pues, en cierta medida el caso argentino también ilustra deficiencias en la estrategia del FMI para armar grandes paquetes, una vez que una nación comienza a fallar en su esfuerzo de ajuste y a deslizarse en el incumplimiento, puesto que no existe “estrategia de salida” establecida para que el FMI deje al país que resuelva sus propios problemas en forma ordenada.

Como ya lo indiqué anteriormente, la historia de una crisis de origen fiscal no se aplica a todos los casos. En particular, no contribuye a que se entienda la devaluación mexicana de diciembre de 1994 y las crisis asiáticas de 1997-98. En estos casos, las finanzas públicas gozaban de magnífica salud. Los ejemplos más extremos de esa buena salud fueron Tailandia y Corea del sur, cuya relación deuda pública/PIB era, de 5 y 13%, respectivamente, y cuyos déficit no pasaban de 0.5 y 0.9% del PIB para una y otra, en el momento de entrar en crisis. Bien es verdad que el sector privado había venido acumulando grandes deudas.

Los sectores privados de estos países estaban experimentando elevados déficit y endeudándose muy fuertemente durante el desarrollo de sus crisis financieras externas. De ahí que junto con la consolidación fiscal, el programa mexicano incluyese esquemas de apoyo a los deudores, la extensión de una plena garantía a los depósitos, la provisión de liquidez al sistema bancario por el banco central y un programa para ayudar a los bancos a limpiar sus balances de los préstamos no redituables, a cambio de nuevas inyecciones de capital por parte de los propietarios de los bancos.<sup>13</sup> El fortalecimiento de la supervisión y la liberalización de las normas para la participación de extranjeros en la propiedad de los bancos completaron las medidas de esta estrategia comprehensiva, a fin de mantener funcionando el sistema de pagos, al mismo tiempo que se suprimían las principales amenazas a su integridad. Esto hizo posible que el sector empresarial siguiera siendo viable y que la actividad

<sup>12</sup> Michael Mussa, ex Director de Investigación del FMI, ha escrito que una de las dos equivocaciones que cometió el Fondo al tratar con Argentina fue “no haber presionado a las autoridades argentinas con mucha mayor fuerza para conseguir una política fiscal más responsable, especialmente durante los tres años de elevado crecimiento que siguieron a la crisis del efecto tequila de 1995”. (La segunda equivocación fue haber continuado prestando a ese país en el otoño de 2001, cuando ya toda esperanza se había perdido.) Véase M. Mussa, *op. cit.*

<sup>13</sup> El costo eventual de las operaciones de rescate bancario, que debía distribuirse en el tiempo, ascendió a no menos de 19% del PIB.

se recuperase en 1996, junto con la reanudación de la afluencia de capitales privados.

México no fue el único que hizo frente a complicaciones por el impacto de la crisis en los agentes del sector privado. Como ya lo hice notar, desde hacía muchos años, las balanzas de ahorro-inversión privadas habían sido muy negativas durante muchos años en las economías asiáticas,<sup>14</sup> y el servicio de sus acumuladas y repentinamente evaluadas obligaciones se volvió excesivamente oneroso para numerosas firmas, lo que desembocó en oleadas de bancarrotas y un empeoramiento de las tasas de morosidad entre los deudores del sector bancario.<sup>15</sup>

El último factor que condicionaba la posibilidad de una crisis era el grado de transparencia y comunicación del gobierno con los participantes en el mercado. Aunque el limitar el acceso a la información de los participantes en el mercado puede permitirle a un país ganar tiempo para respirar cuando está bajo presión, los participantes en el mercado tarde o temprano acaban por enterarse de ello. Aun en el caso de que una perturbación temporal haya sido resuelta, una vez que los inversionistas se enteran de que el gobierno ha cambiado discrecionalmente las condiciones de acceso a la información a causa de un suceso negativo, se registra una pérdida de confianza automática. En caso de que la perturbación no se haya disipado, el hecho de que los inversionistas lo sepan con retraso no hace más que incrementar los efectos de la pérdida de confianza, puesto que el desequilibrio externo no ha hecho más que acumularse en el tiempo, empeorando la crisis de la cuenta de capital. En esta forma, la posible ventaja que a corto plazo puedan haber ganado los formuladores de la política, gracias a haber obtenido una mejor información de los mercados, a veces tiene un elevado costo, una vez que los participantes en el mercado perciben que la información está siendo usada estratégicamente para influir en los precios del mercado.<sup>16</sup>

<sup>14</sup> Véase Apéndice.

<sup>15</sup> A este respecto, Indonesia ofrece un interesante contrapunto a lo sucedido en México. A principios de 1998, se anunció un programa económico que incluía medidas para reestructurar el sistema bancario. Sin embargo, el gobierno fracasó en su empeño de implementarlas rápida y decisivamente, y se dejó perdurar el problema de la deuda empresarial. La declinación económica se hizo más pronunciada y la economías siguió en un estado de caos, que condujo en poco tiempo a la agitación social y la caída del gobierno. Breves relatos de las crisis en Indonesia y otros tigres asiáticos pueden consultarse en el Apéndice V de Ghosh, *op. cit.* Véase también S. Radelet y J. Sachs, *op. cit.*

<sup>16</sup> Para una descripción detallada de las políticas seguidas para acrecentar la transparencia y la comunicación en México, tras la crisis de 1994-1995, véase Ortiz (2002).

Otro elemento presente en las recientes crisis de balanza de pagos fue el contagio. Como es bien sabido, durante los últimos años de la década que se inició en 1990, se registraron varios episodios cuando una crisis de balanza de pagos en un país fue seguida de intensas presiones sobre las balanzas de pagos de otros países. En una definición tan amplia como esa, el contagio no es realmente nada nuevo. El ejemplo previo más claro es lo sucedido en las crisis de América Latina de los años ochenta. Sin embargo, hay una gran diferencia en términos de algunas de las causas que determinaron estos procesos a fines de los años noventa.

Los principales factores que han sido asociados con el contagio son los siguientes: *i)* choques externos comunes, tales como el deterioro de los términos del intercambio de los países que producen o exportan tipos de bienes similares, o bien un incremento de las tasas de interés en los países industriales; *ii)* la adopción de políticas similares en los países afectados, de modo que cuando aquéllas resultan ser insostenibles en un caso, los inversionistas lo interpreten como que lo mismo sucederá en el caso de otros países; *iii)* un comercio directo o vínculos financieros entre los países; *iv)* prácticas institucionales que requieren que el inversionista cubra la pérdida sufrida en un mercado mediante la liquidación de las posiciones en otros mercados; y *v)* pánico y comportamiento gregario.

Las primeras dos causas han sido observadas anteriormente. Las crisis de deuda latinoamericanas de los ochenta, fue precedida por el deterioro de los precios de los productos básicos, mientras que los niveles de endeudamiento y los modelos de desarrollo fueron bastante similares entre estos países. Estos tipos de vinculaciones parecen haber desempeñado un papel más importante en las crisis de Asia Oriental que en Sudamérica. No obstante, son asimismo un canal bastante tradicional de la transmisión de choques de un país a otro.

El cuarto y quinto factores, las prácticas de inversión institucionales y los pánicos o comportamientos gregarios, son los que han recibido mayor atención recientemente y, en cierto sentido, son los más preocupantes. La razón es que no están relacionados con aspectos económicos fundamentales del país, contrariamente a las otras causas de contagio. Además, el contagio financiero determinado por el comportamiento gregario puede tener un componente de autorrealización. Por estas razones, las discusiones políticas se han centrado en identificar las prácticas particulares que originan las injustificadas fluctuaciones en los precios de activos de un país y las razones por las cuales algunos in-

versionistas no discriminan correctamente entre los países con diferentes aspectos fundamentales.<sup>17</sup>

El caso más claro de contagio financiero ocurrió como resultado de la crisis rusa, en 1998. Ello condujo a un gran incremento en los diferenciales de una numerosa serie de países de mercados emergentes. Entre ellos, algunos eran economías en transición europeas, y en esos casos existían más bien vinculaciones fundamentales con Rusia. América Latina resultó también fuertemente afectada, pero en este caso no hubo canales fundamentales de contagio, porque apenas existen vinculaciones directas (comerciales o financieras) entre Rusia y los países de mercado emergente en Latinoamérica. Este deterioro en los precios de activos fue temporal para varios países de la región, pero muy bien pudo ser el elemento que dio el empuje adicional a Brasil hacia la crisis de balanza de pagos de 1999.

Un elemento de la crisis rusa que al parecer generó tan importantes efectos financieros fue que sorprendió a inversionistas y formuladores de política por igual. En contraste, las recientes crisis turca y argentina no parece que generaran importantes efectos internacionales, con excepción de los países que tenían vinculaciones fundamentales con ellos.<sup>18</sup> Estas dos crisis fueron ampliamente anticipadas, de modo que los inversionistas pudieron ajustar sus carteras gradualmente, adelantándose al momento en que los países tuvieron que devaluar o declarar moratorias en el servicio de sus deudas.

Los recientes acontecimientos en Argentina y Brasil, empero, sugieren que el contagio financiero es un fenómeno complejo y no del todo comprendido, por lo que se requiere un análisis más profundo de sus causas. Durante un corto tiempo, pa-

<sup>17</sup> Existe una abundante literatura acerca del contagio, corridas que se autorrealizan contra la moneda de un país, y el comportamiento gregario. El documento que ha hecho trabajo de pionero en esta literatura es el de Maurice Obstfeld, "Rational and Self-Fulfilling Balance of Payment Crisis," *American Economic Review*, marzo de 1986, aunque durante los últimos años noventa menudearon las discusiones sobre esta cuestión. Un buen estudio es el de Sebastian Edwards, "Contagion" (mimeografiado en 2000). Este y otros artículos relacionados con contagio pueden consultarse en la red electrónica patrocinada por el Banco Mundial (<http://www.worldbank.org/economicpolicy/managing%20volatility/contagion>). Véanse también los ensayos en Stijn Claessens y Kristin Forbes, editores, *International Financial Contagion*, Kluwer, 2001, especialmente el titulado "Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues", de Roberto Rigobón y Kristin Forbes.

<sup>18</sup> Un claro ejemplo lo ofrece Uruguay en el caso argentino. De hecho, Uruguay resultó afectado a través de canales psicológicos y financieros fundamentales, y en la actualidad encara una situación muy inestable.

reció existir el riesgo de que las bajas tasas de contagio de la actual crisis argentina pudieran aquietar los temores de los formuladores de política en muchos países y hacerles creer que los mercados discriminarían más cabalmente entre las distintas economías. Sin embargo, Brasil atraviesa ahora por dificultades renovadas, en parte porque continúa con un alto nivel de deuda pública (ya sea indizada al tipo de cambio o bien pagando una tasa flotante), y está en plena campaña presidencial, cuyo resultado podría producir importantes cambios de política económica, ya que aspectos significativos de política no están anclados en instituciones suficientemente fuertes. El deterioro de los precios de activos recientemente observado en Brasil, se ha dado también en otros países sudamericanos que tienen importantes vinculaciones comerciales o financieras con Brasil. Es un hecho, empero, que los efectos de todo este ruido han impactado, aunque ligeramente, incluso a Chile y México, dos países con los cuales Brasil tiene muy limitados vínculos fundamentales y que se han esforzado en los últimos años por diferenciarse de los otros mercados emergentes, mediante la prosecución de prudentes políticas financieras. La reciente situación brasileña ha reavivado la cuestión del contagio, como país que tiene importantes vínculos con el resto de la región y al que se considera, como lo indican datos recientes, que llevaba a cabo una política macroeconómica correcta, a pesar de lo cual se le atribuye implícitamente la más alta probabilidad en el mundo de caer en incumplimiento. En consecuencia, la situación en Brasil está contaminando a la región a través de canales fundamentales, aunque también a través de la percepción de que el incumplimiento es ahora un resultado mucho más probable que antes para la deuda de los mercados emergentes.

El contagio financiero en crisis pasadas se encarró en forma completamente parchada. El país y el FMI firmaban un acuerdo, mediante el cual se ponían a disposición del primero suficiente cantidad de recursos para asegurar que los inversionistas, seguidores a ciegas de las prácticas institucionales o el comportamiento gregario, resintieran pérdidas a mediano plazo en el caso de que vendieran los activos de un país con sólidos fundamentos (*fundamentals*). Al igual que los programas del FMI diseñados para hacer frente a problemas fundamentales, estos paquetes de apoyo generalmente tuvieron éxito, como pudo comprobarse por el hecho de que los diferenciales de muchos países pronto volvieron a los niveles anteriores a la crisis rusa.

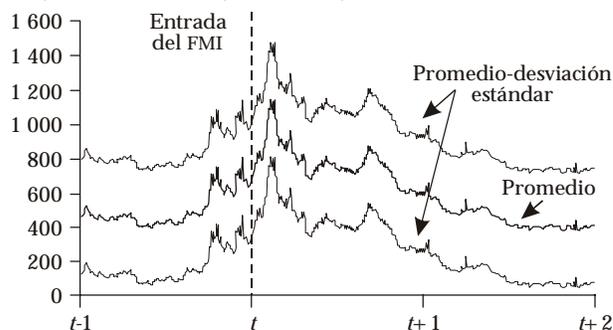
A pesar del rápido restablecimiento de condiciones ordenadas en muchos de esos países, los choques temporales determinaron una desacelera-

ción del crecimiento económico, un incremento de las tasas de inflación, y en general grandes pérdidas en los beneficios sociales. De ahí la búsqueda de un mecanismo para prevenir en primer lugar que ocurriera un contagio injustificado. En consecuencia, el FMI creó para ello la línea de crédito contingente (LCC), acerca de la cual hablaremos con detalle en la siguiente sección.

Tal vez la principal lección extraída de este breve examen es que, si bien las crisis pueden reflejar vulnerabilidades en los sectores público o privado, el gobierno siempre puede tomar la delantera para enfrentar la crisis, una vez que estalla. Una acción decisiva tomada a tiempo es lo que determinó el resultado en definitiva de cada una de estas crisis. Cuando el gobierno ajustó su propio presupuesto como lo exigía la situación, y suministró firme y rápido apoyo a deudores y bancos, las crisis pudieron ser contenidas y, en realidad, revertidas. Empero, cuando el gobierno demoró su intervención, o bien se mostró incapaz de implementar un vigoroso programa de acción, la crisis continuó e incluso empeoró. En estas situaciones, la falta de un claro mecanismo para reestructurar la deuda soberana puso al FMI en una difícil posición, que en algunos casos condujo a una muy complaciente actitud hacia los países con programas.

La gráfica I nos muestra el diferencial soberano promedio, medido por el índice de bonos de mercados emergentes (IBME), de la época en que acaecieron algunas de las crisis que fueron manejadas con éxito. Como dicha gráfica lo indica, dos años después de sus crisis, los gobiernos de estos países habían vuelto a los mercados de deuda voluntaria y encarado condiciones no muy diferentes de las que habían disfrutado con anterioridad a sus crisis. Por lo tanto, el supuesto de que estas crisis habían sido principalmente de liquidez, en general era correcta. Aun más, al comienzo de cada crisis hubiera resultado difícil saber cuáles iban a terminar en historias de éxito y cuáles terminarían en incumplimiento. Lo que hacía la diferencia residía, para aquellos países que manejaban sus crisis con éxito,

GRÁFICA I. DIFERENCIALES DE BONOS SOBERANOS: BRASIL, COREA DEL SUR, FILIPINAS, MÉXICO Y TAILANDIA



en lo que puede llamarse un reajuste “excesivo”. En consecuencia, es importante repasar los principales aspectos de la respuesta política con más detalle. Ese es el tema de la próxima sección de la conferencia.

## 2) Una mirada de cerca a varias cuestiones políticas

Como lo hice notar anteriormente, la combinación de ajuste y financiamiento continúa siendo un determinante crucial del éxito, cuando se enfrenta una crisis dual en la que los choques de la cuenta de capital desempeñan un papel principal. En estas circunstancias, se requieren grandes cantidades de esos dos ingredientes. Algunos observadores han criticado la respuesta política que han instrumentado muchos de estos países y que ha sido recomendado por el FMI, así como la participación de esta institución en la respuesta a la crisis. Estas críticas se dirigen al enfoque que se hace principalmente sobre uno solo de los aspectos de la naturaleza dual de las crisis. De ahí que los críticos se hayan dividido también en dos campos.

- Por una parte, desde una perspectiva que podemos llamar de pánico financiero, la crítica se ha centrado en el grado de ajuste. El problema principal según esta crítica, es que los programas de ajuste pueden haber sido indebidamente estrictos, pues arguyen que las medidas de ajuste no eran necesarias y tal vez resultaron contraproducentes en medio de la crisis, al debilitar al gobierno y arrojar a grupos vulnerables a la pobreza (por ejemplo, Joseph Stiglitz).
- Por otra parte, desde una perspectiva liberal que se centra exclusivamente en el esfuerzo de ajuste y en el riesgo moral, el suministro de apoyo financiero también fue objeto de críticas. En este caso, el principal objeto de crítica fue el supuesto rescate de inversionistas privados, lo que promueve un comportamiento riesgoso y alimenta el apetito para que haya más rescates (por ejemplo, Allan Meltzer).

Muchos de estos comentarios conllevan serios defectos, no obstante lo cual sí reflejan algunos de los dilemas que enfrentan los formuladores de política en cada país, así como las instituciones financieras internacionales. Estoy convencido de que el elemento de pánico financiero estuvo presente en casi todas esas crisis y de que se necesitó un gran paquete de asistencia financiera para detenerlo. Sin embargo, teniendo en cuenta que esos pocos casos en que las crisis desembocaron en problemas de solvencia eran difíciles (o casi imposible) de de-

tectar *ex ante*, y que en gran medida su destino se decidió por la falta de ajuste, se requería una respuesta política de reajuste “excesivo” (*overshooting*). Primero, para corregir cualquier aspecto fundamental que pudiera haberse desviado de la línea correcta. Segundo, para restaurar la credibilidad en las autoridades. En esta sección comentaré los dilemas que enfrentaron los formuladores de política en cada país, especialmente los que se refieren a la gestión de las políticas monetaria y fiscal y al marco establecido para el tratamiento de los problemas del sistema bancario. En la siguiente sección, examinaré el dilema que encaró el FMI, debido a que esta es una cuestión que se plantea directamente a partir de la hipótesis de que el riesgo moral constituye un serio problema.

El primer dilema político estaba relacionado con las principales decisiones que conciernen a la política monetaria.<sup>19</sup> Después que las paridades fijas fueron abandonadas, los tipos de cambio se desplomaron en la mayoría de los casos. Las depreciaciones observadas, a causa de las grandes salidas de capital, fueron mucho mayores de lo que pudiera estar justificado por las desalineaciones de los tipos de cambio con anterioridad a la crisis. En consecuencia, después de dejar de mantener el tipo de cambio, los bancos centrales persiguieron una política de elevadas tasas de interés, con la esperanza de contener la magnitud de la depreciación y sus efectos inflacionarios. Limitar la caída de la moneda era esencial para moderar todo daño potencial a la solvencia de las empresas con deuda externa.

La restricción monetaria, empero, tenía sus propios problemas. Se suscitó el temor entre muchos observadores, incluido Joseph Stiglitz (enton-

<sup>19</sup> En los casos que hemos estado comentando, el tipo de cambio real había venido apreciándose con anterioridad al estallido de las crisis. Los observadores tendían a concurrir en que estaban en presencia de cierto grado de sobrevaluación y que los objetivos duales de mejorar la competitividad e implementar el ajuste externo a corto plazo podían ser puestos más al alcance mediante una moderada depreciación (véase, por ejemplo, Dornbusch y Werner [1994]). Sin embargo, existía el temor de que un cambio repentino en el régimen del tipo de cambio, o tan siquiera del nivel del tipo de cambio, pudiera conducir a la inestabilidad y la inflación, especialmente dado de que los formuladores de política estaban al tanto de las vulnerabilidades que presentaba el riesgo de tipo de cambio en el sector privado. En general, la respuesta política inicial daba preferencia a la preservación de la estabilidad del tipo de cambio. Esta respuesta también era justificada por la evaluación inicial del problema como temporal, argumento consistente con los aspectos económicos fundamentales relativamente fuertes de muchos de esos países. La intervención esterilizadora, empero, demostraría en último término su falta de éxito ante las fuertes presiones sobre el tipo de cambio. En el caso que se discute, todos los países terminaron por verse forzados a ceder su vinculación de tipo de cambio (excepto Argentina, en 1995).

ces Economista Jefe del Banco Mundial), que las altas tasas de interés detendrían la inversión y ocasionarían un mayor deterioro de la actividad económica, posiblemente con consecuencias a largo plazo para el desempleo, a causa del riesgo de histeresis. Lo que es más, era posible que la creciente carga del servicio de la deuda empujara a delinquir a los prestatarios con deuda denominada en moneda local, que habían contraído préstamos a tasas flotantes. Este problema, a su vez, podía muy bien en último término tener efectos adversos sobre el sistema bancario. Esta situación, por lo tanto, exigió una restricción monetaria complementaria, con provisión de apoyo a los deudores. De hecho, en algunos casos, como en el brasileño, el prestatario interno con mayor exposición al riesgo de tasa de interés era el propio gobierno. En casos como este, las elevadas tasas de interés tenían efectos negativos fuertes y directos sobre la dinámica de la deuda pública, los cuales podían minar la integridad del programa. En cualesquiera de esos casos, la recomendación es que la restricción monetaria fuera acompañada por un endurecimiento fiscal adicional, lo cual no significaba de ningún modo que la restricción en la respuesta política hubiera sido abandonada.

En resumen, se requería una activa política monetaria, pero resultaba crucial que fuera apoyada por la política fiscal y una intensificada protección para el sistema bancario. De este modo, se esperaba que no sería necesario mantener por mucho tiempo la restricción monetaria inicial, y que sería posible revertirla a medida que otros elementos del programa económico echaban raíces y generaban una recuperación de la confianza.

El segundo dilema político concernía al papel que le tocaba desempeñar a la política fiscal. Unos cuantos casos a mano, particularmente Rusia en 1998 y Argentina en 2000-2001, constituían ejemplos directos para una consolidación fiscal, dada su contribución a las crisis por problemas de finanzas públicas, que incluían temores por la solvencia gubernamental. Sin embargo, en los países en crisis donde las finanzas gubernamentales gozaban de mejor salud, el caso para la compresión fiscal era de naturaleza más indirecta. No obstante, los programas iniciales sí estaban dirigidos a la consolidación fiscal en cuatro aspectos:

- Primero, que el gobierno debería comenzar por un ajuste, a fin de enfrentar el costo de mantener la deuda pública adicional, que probablemente resultaría del rescate de los bancos internos y otras operaciones de emergencia, a fin de enderezar los efectos de las crisis sobre los balances de los agentes del sector privado.

- Segundo, en caso de necesitarse cierto grado de incremento en el ahorro interno, a fin de hacer frente a la repentina indisponibilidad de ahorro en moneda extranjera, podría ser apropiado para el sector público contribuir al incremento del ahorro interno, aun en el caso de que no fuera responsable del desequilibrio del ahorro-inversión original.
- Tercero, estos gobiernos encaraban situaciones difíciles de flujos de efectivo, con vencimientos cercanos para la amortización de la deuda a corto plazo, así como una sustancial resistencia por parte de los acreedores a renovar sus tenencias.
- Y cuarto, se pensaba que, teniendo en cuenta las dudas del mercado acerca de la solvencia de estos gobiernos, la aplicación de un programa de estabilización que incluyera elementos de consolidación fiscal, reforzaría la confianza de los inversionistas extranjeros en las perspectivas del país, y contribuiría a inducir un cambio de curso en la cuenta de capital. El problema de credibilidad apuntaba hacia un sobreajuste, dado que el costo de quedarse corto en el ajuste considerado necesario para restaurar la solvencia es mucho mayor que el costo de un sobreajuste.

Sin embargo, al impartir un impulso negativo a la demanda agregada, una política de consolidación fiscal podía dañar las perspectivas de la recuperación y alimentar el descontento social, perjudicando en último término la confianza de los inversionistas extranjeros, o sea se produciría exactamente lo opuesto de lo que se buscaba. La confianza podía ser afectada también si el apoyo del Fondo pareciera dudoso, dependiente de que se hiciera un mínimo grado de ajuste fiscal que, dadas las circunstancias, poudiera resultar simplemente inalcanzable.<sup>20</sup>

Parte en respuesta a consideraciones como estas, aunque también en gran medida como reconocimiento de que el crecimiento económico, en la mayoría de los casos, era inferior al anticipado, muchos programas fueron rediseñados durante su

<sup>20</sup> Además, un impulso fiscal negativo, al profundizar la recesión, hubiera tenido un impacto directo en el bienestar de la población. Este tipo de crítica fue especialmente estentóreo en los casos asiáticos, que se habían caracterizado por políticas fiscales prudentes, antes de que acaeciera la crisis, y en menor medida en lo que concierne a los programas mexicano, brasileño y turco, con toda seguridad porque los problemas de finanzas públicas habían sido recurrentes en estos países. Un caso latinoamericano en el que esta crítica fue fuerte, a pesar de la importancia de los desequilibrios fiscales, fue el del programa argentino de 2000-2001, en este caso porque la economía parecía haber perdido su capacidad de crecer.

aplicación, para proteger el gasto social esencial y flexibilizar las metas fiscales (permitiendo el trabajo de los “estabilizadores automáticos” como solía decirse a menudo). Este cambio ocurrió mayormente en los países donde los problemas de finanzas públicas no eran importantes, aunque también se percibió que la preservación de las metas fiscales originales hubiera implicado un endurecimiento de las políticas fiscales.<sup>21</sup>

Las crisis que se han discutido afectaron los niveles de endeudamiento de los agentes privados y, en consecuencia, crearon serios problemas para los sistemas financieros internos. Estas cuestiones tuvieron que enfrentarse mediante el apoyo de los bancos viables, el cierre de los inviables, y calmando los temores de los depositantes. Se hizo necesario también apresurar la resolución de los casos de bancarota. Todo esto, aunque en diferente grado, fue previsto en los programas económicos elaborados por los gobiernos. De hecho, la decisiva implementación de estas medidas resultó crucial para poner fin a las crisis.

Es importante tener en cuenta que la decisión de poner en orden los problemas bancarios es esencial para proteger el sector real, por varias razones. Me limitaré a mencionar sólo tres: primero, que la riqueza financiera de grandes segmentos de la población toma la forma de depósitos bancarios; segundo, que los individuos y las empresas dependen del buen funcionamiento del sistema de pagos para llevar a cabo sus negocios diarios; y tercero, si los depositantes no están convencidos de que sus fondos estarán disponibles en el futuro, es muy probable que se produzca una corrida bancaria, lo que a su vez se traducirá probablemente en mayores salidas de capital y una crisis más grave de la balanza de pagos. Los programas de apoyo a bancos y deudores, así como las operaciones de rescate bancario en general, implican el uso de una sustancial cantidad de recursos fiscales, pero son indudablemente imprescindibles dada la importancia de mantener en funcionamiento el sistema bancario. Claro está que, a fin de que los programas de apoyo a los bancos funcionen, se requiere que el gobierno pueda comprometerse a generar los recursos necesarios para financiar dichas operaciones.

En el caso mexicano, el gobierno llevó a cabo un importante ajuste fiscal e inició un programa comprehensivo para asegurar que los problemas del

<sup>21</sup> Como ejemplo de este tipo de rediseño está el cambio en los topes del déficit fiscal durante la revisión en diciembre del 2000 del programa argentino, que aceptó el aplazamiento de la meta de equilibrio global de 2003 a 2005, por considerarla inalcanzable a la luz de la recesión que se atravesaba.

sector bancario pudieran mantenerse bajo control y conservar así la credibilidad de los depositantes. Actuando mayormente a través del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa), la estrategia del gobierno implicaba los siguientes elementos:

- Varios programas para la reestructuración de los créditos, dirigidos a los deudores, con el fin de otorgarles un descuento sobre el principal y permitirles volver a denominar sus préstamos en unidades de cuenta indizadas a la inflación, a fin de protegerlos de la súbita alza de las tasas de interés nominales.
- Un servicio de liquidez en dólares para los bancos con niveles relativamente elevados de obligaciones externas. El servicio carga una tasa de interés elevada, con objeto de asegurarse de que los recursos sólo sean usados en caso de escasez temporal de liquidez.
- Un programa de capitalización temporal (Procapte) para compensar la pérdida de capital, a causa del incremento de activos no redituables. Según este programa, el Fobaproa adquirió deuda subordinada y convertible emitida por los bancos con bajas relaciones de capital-activos.
- Facilitar una recapitalización más permanente, mediante la compra de carteras de crédito y acelerando la liberalización de las reglas que gobiernan la propiedad extranjera de los bancos en México. Los préstamos sólo fueron comprados con la condición de que la cantidad de recursos proporcionados por la operación sería equiparada por otra proveniente de los propietarios. Además, los préstamos comprados deberían seguir siendo cobrados por los bancos y cualquier pérdida sería compartida entre el Fobaproa y el banco original, y así se darían incentivos para la recuperación de la mayor cantidad de recursos posible.
- El apoyo para la recapitalización fue suministrado por los bancos que se consideraron en buenas condiciones y que se atuvieron a prácticas bancarias más conservadoras. Los bancos que tenían problemas de solvencia más profundos o habían seguido estrategias más arriesgadas fueron intervenidos por la Comisión Nacional Bancaria (CNBV). Esta fue una medida muy importante para reducir el riesgo moral en el futuro.

El costo de este programa ha sido estimado en aproximadamente 19% del PIB. Como se mencio-

nó, implicó un uso sustancial de los recursos fiscales, pero el costo fue más pequeño que otros programas de apoyo bancario, como el de Indonesia, que tuvo un costo de 40% del PIB, después de su crisis en 1997, o el de Chile, que costó un 33% del PIB durante los años ochenta. Asimismo, el éxito del programa fue crucial para la rápida recuperación de la economía mexicana, como se observó ya en 1996, así como para su subsecuente crecimiento. Una significativa medida del éxito es que en México no hubo ni una sola corrida bancaria durante la crisis de 1995, y los depositantes no tuvieron que soportar pérdidas. La ausencia de corridas bancarias es una consecuencia directa de los programas de apoyo implementados y de la respuesta política global que respaldó esta estrategia fiscalmente y generó incentivos para evitar una corrida contra las divisas por medio de una política monetaria restrictiva.

Un importante contrapunto a la génesis y resolución de la crisis bancaria mexicana la proporciona la dramática situación en Argentina. En ese país, los bancos habían venido acumulando una considerable exposición al riesgo soberano, y desde principios de 2001 el gobierno ejerció presión para que los bancos renovaran sus tenencias de deuda pública. Después del importante canje (*swap*) de bonos en junio, los bancos terminaron con grandes cantidades de bonos gubernamentales a largo plazo, con elevadas tasas cupón, largos periodos de gracia, y un mercado cada vez más ilíquido y deprimido. De hecho, el propio gobierno se volvió la más amenazadora fuente de riesgo para el sistema bancario. Ante el temor de que el incumplimiento gubernamental pudiera conducir a la confiscación de sus depósitos, los tenedores de cuenta trataron de sacar su dinero de los bancos, lo que produjo una continua corrida hasta que los depósitos fueron en gran medida congelados por el gobierno en diciembre de 2001. Esta medida señaló el final del régimen. Las protestas sociales por la congelación de los depósitos llevó a la caída del gobierno y éste, a su vez, desencadenó el colapso del consejo monetario y la declaración de incumplimiento. Estos dos acontecimientos tuvieron fatales consecuencias para los bancos, que no sólo tenían deuda gubernamental en el lado de los activos de sus balances, sino que también tenían un lado pasivo esencialmente dolarizado.

Hasta ahora se han ensayado cierto número de esquemas, a fin de resolver el problema planteado por los depósitos en dólares y los préstamos no redituables en los balances de los bancos. El elemento crucial en este asunto es el papel del gobierno. Sus propios problemas fiscales han contribuido a generar la crisis bancaria, y han impedido que

pueda actuar para solucionarla una vez que estalló. El gobierno argentino se ha mostrado incapaz de encontrar los mecanismos adecuados para extender las pérdidas en el tiempo y proteger a los depositantes, o bien para poner la carga del ajuste sobre los depositantes en forma políticamente sostenible. Mientras este problema siga sin resolverse, será difícil que Argentina emprenda el camino de la recuperación.

### *3) Los programas del FMI y el riesgo moral*

Por parte del FMI, las recientes crisis condujeron a una revaluación del tamaño y la oportunidad de sus desembolsos. Los programas tradicionales del FMI implican un acceso limitado y uniformemente distribuido por etapas a los recursos del Fondo. Esta práctica, aunque enraizada en la experiencia de esa institución, refleja cierto número de importantes supuestos con relación a la naturaleza de los choques sufridos por un país y la mejor respuesta que puede dárseles. Típicamente, un país que encara un choque externo adverso o al que le llega el día de responder por su insostenible comportamiento, tendrá que someterse a cierto tamaño de ajuste. La asistencia del Fondo tiene por objeto permitir que se realice el necesario ajuste gradualmente, y en los casos en que la disrupción es considerada temporal, reducir el tamaño absoluto del ajuste necesario para ayudar al país a financiar su problema temporal en términos razonablemente favorables. El gradual otorgamiento de apoyo financiero toma en cuenta la necesidad de proporcionar incentivos a las autoridades del país para que sigan sin titubear la implementación de sus respuestas a los problemas económicos. Normalmente, ese escalonamiento en fases (*phasing*) no debe constituir en sí misma un problema, puesto que las dificultades que enfrenta el país, así como su solución, tienen la naturaleza de flujo, y gradualmente se van desarrollando en el tiempo. No obstante, si la crisis es desencadenada por un cambio en la actitud de los inversionistas como consecuencia de sucesos no relacionados con los aspectos fundamentales afectados de la economía del país, como en el caso de contagio o de ataque especulativo que se autorrealiza, las reglas típicas de la respuesta del Fondo pueden tropezar con dificultades.

Para empezar, no existe un concepto claro y simple del tamaño del ajuste de flujo macroeconómico que puede ser necesario, por lo que las cuentas de flujo no constituyen una guía suficiente para determinar la magnitud del apoyo. Típicamente, la asistencia del Fondo es determinada con base en la capacidad de reembolso y las necesidades

de la balanza de pagos, estimadas bajo el supuesto de que se está procediendo a cierta cantidad de ajuste, que la actividad económica se desarrolla de acuerdo con un escenario razonablemente conservador, y que todavía se dispone de ciertas fuentes de financiamiento. Sin embargo, estas dimensiones se tornan borrosas en una crisis impulsada por las expectativas. Como se indicó antes, la volatilidad del tipo de cambio durante las crisis de cuenta de capital y la fragilidad de los pronósticos macroeconómicos hace que la evaluación de las necesidades de la balanza de pagos sea particularmente difícil en estos casos. Por lo demás, el pronóstico de los elementos no oficiales de la cuenta de capital es el principal problema, dado el comportamiento binario de los flujos de capital privado, que son afectados por el comportamiento gregario. En realidad, la medida de las necesidades de la balanza de pagos y de la capacidad de reembolso son endógenas al propio financiamiento del Fondo. Si la estimación de la cantidad crítica de apoyo oficial queda por debajo de lo requerido, no se obtendrá una respuesta favorable de los inversionistas, lo que dará por resultado un programa subfinanciado. Por contraste, el satisfacer o exceder ese nivel crítico de apoyo, puede tener el efecto de hacer innecesario para el país el uso de todos los recursos oficiales disponibles.<sup>22</sup>

El escalonamiento y la condicionalidad (aparte del tamaño), son dos elementos que afectan la capacidad del Fondo para actuar como catalizador de los flujos privados de capital. En este caso el dilema se plantea entre ser un catalizador efectivo del reflujo de capitales externos, al asegurar que habrá suficientes recursos disponibles y a mano para sacar al país de sus dificultades, y el peligro de debilitar los incentivos para la adecuada implementación del programa económico. Esta última posibilidad, de hecho, implica el riesgo de que los mercados esperarán que haya importantes elementos del programa económico que no se implementarán cabalmente. Esa creencia constituiría también un obstáculo para el regreso del capital voluntario.

<sup>22</sup> El caso mexicano ofrece una buena ilustración. La magnitud del programa mexicano tenía que ser grande (de hecho se acercó a los 50 000 millones de dólares si se cuentan todas las fuentes bilaterales y multilaterales) para que se restableciera la confianza, como se logró. La principal razón de ello fue la presión representada por los vencimientos que ya se habían cumplido y por las crecientes dificultades de renovar las existencias de títulos gubernamentales a corto plazo denominados en dólares (los "tesobonos"), que representaban necesidades financieras brutas de casi 30 000 millones de dólares de Estados Unidos en 1995. Además, junto con las otras necesidades financieras del gobierno y las del sector privado, las necesidades financieras brutas globales en 1995 superaron los 60 000 millones de dólares.

Así, pues, el escalonamiento y la condicionalidad desempeñan un importante papel.

Estos hechos han sido reconocidos por el Fondo. Como lo muestra el cuadro 1, el tamaño con relación a la cuota de los programas examinados en esta sección no tienen precedente. A este respecto, los casos más notables son Turquía 2002, con 2544% de la cuota; Corea 1997, con 1938% de la cuota; el programa inicial de Turquía 2001, con 1560% de la cuota; y el programa revisado de Argentina en septiembre de 2001, con 800% de la cuota. Y no sólo el tamaño de acceso según estos programas fue singularmente elevado, sino que a menudo fueron complementados con otros recursos oficiales. En muchos casos, los paquetes de rescate globales incluían grandes componentes bilaterales. Además, el calendario de desembolsos del FMI bajo estos programas tuvo una concentración de los mismos al comienzo del período mayor de lo usual, con más del sesenta por ciento de los recursos totales programados para ser desembolsados durante los primeros seis meses del programa. Sin embargo, el Fondo no fue hasta el extremo de abandonar el escalonamiento.

Cuadro 1

ACCESO TOTAL A LOS FONDOS DEL FMI POR CIERTOS PROGRAMAS RECIENTES

*(En porcentaje de cuota)*

<i>País y año</i>	<i>Acceso total</i>
México 1995	688
Tailandia 1997	505
Indonesia 1997	490
Corea 1997	1938
Rusia 1998	449
Brasil 1998	600
Argentina, enero de 2001	500
Turquía 2001	1560
Argentina, septiembre de 2001	800
Turquía 2002 (incluye cantidades no desembolsadas de 2001)	2544

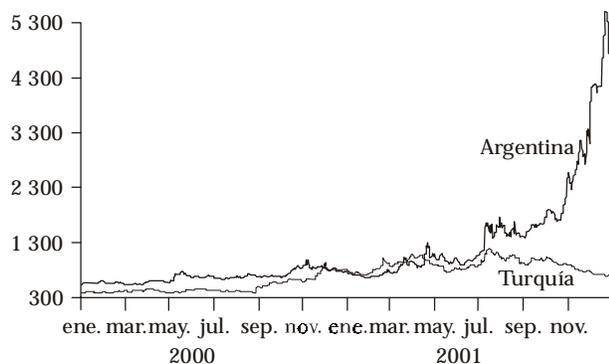
FUENTE: FMI.

Deseo destacar nuevamente la importancia de que el país mismo ofrezca una señal de que los problemas del gobierno están siendo atendidos. A este respecto, un ajuste significativo sirve un doble propósito: corregir todo desequilibrio de flujos y desvanecer cualquier sospecha de que el país, de hecho, puede ser insolvente. La razón es que la insolvencia, en gran medida, es una función de la capacidad de un agente, un gobierno en este caso,

de adoptar las acciones necesarias para modificar la trayectoria de su deuda. Tal capacidad se hizo patente en los casos de México 1995, Brasil 1999, y Turquía 2001, a través del cumplimiento de difíciles e importantes mejoras en sus balances fiscales primarios; por contraste, esta capacidad de corregir el curso parece haber sido limitada en la actual crisis argentina. Toma tiempo implementar las medidas; toma tiempo verificar si la adhesión a las medidas es la adecuada; y toma tiempo para que las medidas den fruto. De hecho, observando únicamente los diferenciales de los dos últimos países que se han mencionado, resulta digno de notar la forma en que por un tiempo los índices de bonos IBME para Turquía y Argentina siguieron el mismo camino, y cómo tomaron direcciones separadas desde mediados de 2001 (gráfica II). Les llevó a los mercados cierto tiempo hacer distinciones entre esos países, y a los mismos países les tomó tiempo demostrar su capacidad de manejar sus crisis. En cualquier caso, resulta interesante que las mediciones de los dos riesgos país comenzaron a divergir en agosto de 2001. En ese mes hubo tres anuncios contrastantes por parte del FMI: un nuevo acuerdo contingente para Brasil, el cumplimiento con éxito de la revisión a mitad de año del programa turco, con fuerte respaldo del Consejo Ejecutivo del Fondo, y la aceleración de los desembolsos para Argentina, conforme al programa existente, a fin de permitirle hacer frente a sus vencimientos. Esto sugiere que lo observado en los diferentes cursos seguidos por los diferenciales de Turquía y Argentina, es que los mercados estaban reaccionando a la misma información analizada por el FMI. Se plantea la pregunta: ¿podrían los inversionistas haber obtenido los indicios necesarios para su conducta por las diferencias de tratamiento de esa institución? Esta última hipótesis nos remite al problema del riesgo moral, tema que comentaremos a continuación.

Por muy complicadas que sean las circunstancias de un programa individual, el Fondo no debe limi-

GRÁFICA II. ÍNDICE DE BONOS DE MERCADOS EMERGENTES: ARGENTINA Y TURQUÍA, 2000-2001



tarse a contemplar un caso dado, sino considerar las consecuencias de su acción para el sistema financiero internacional en su conjunto. Desde una perspectiva a mediano y largo plazos, un apoyo financiero lo suficientemente amplio para reactivar fácilmente las afluencias de capital, puede resultar más grande de lo que exige la prudencia y generar el riesgo moral. Esta inquietud ha venido encabezando la lista de preocupaciones de los funcionarios del FMI, partidarios y críticos, desde que se elaboró el paquete de rescate para México en 1994, el cual parecía establecer un nuevo precedente en cuestión de apoyo oficial, y más todavía en el caso del paquete coreano, que estableció un nuevo record. Ahora bien, ¿qué evidencias tenemos en favor de la hipótesis de riesgo moral?

A fin de comenzar por la parte más fácil de la respuesta, está muy claro que ningún formulador de política en el mundo se complace en acudir al Fondo en busca de ayuda. Como Stanley Fischer lo mencionó en sus Conferencias Robbins, 10 de cada 12 ministros de Finanzas y dirigentes de bancos centrales en funciones al estallar una fuerte crisis, ya no estaban presentes poco después para trabajar en su solución. En esta forma, pagaron el precio por la parte que les pudo corresponder en la conducción de una política imprudente. Permítanme añadir que la recesión asociada con la crisis mexicana de 1995, sin duda alguna contribuyó a la pérdida, primero, de la mayoría en el Congreso, y después de la Presidencia por parte del PRI, hasta hace muy poco el partido que se había mantenido en el gobierno por más tiempo en todo el mundo. Estos ejemplos deben bastar para disipar la noción de que la disponibilidad del apoyo del Fondo alienta a los funcionarios gubernamentales a perseguir estrategias de alto riesgo.

Una de las cuestiones que ha suscitado más polémicas es si las acciones emprendidas por el FMI y otras entidades proveedoras de financiamiento en caso de urgencia, incluidos gobiernos, han sido los que suscitaron préstamos imprudentes por parte de los inversionistas privados internacionales. El punto de partida adecuado para la discusión de este tema es el reconocimiento de que la ausencia de perspectivas de apoyo oficial durante las crisis de cuenta de capital, no conduciría a la operación eficiente de los mercados de capital mundiales. Existe un amplio consenso entre los observadores del campo político, académicos, y los propios participantes en el mercado, acerca de la tendencia de los participantes en el mercado a exhibir un comportamiento capaz de producir resultados subóptimos. Los efectos gregarios y otros problemas de coordinación producen un exceso de volatilidad y, si son descuidados, harán que el costo del financiamiento

internacional sea elevado, tanto en el costo *ex ante* pagado en forma de tasas de interés y en efectivo, como en el costo *ex post* pagado en forma de compresión de la liquidez. En consecuencia, desde una perspectiva normativa, la existencia de financiamiento de emergencia oficial puede, mediante la reducción de la volatilidad de los mercados de capital, mejorar el bienestar y la eficiencia.<sup>23</sup>

Entonces, en realidad la cuestión es si, para hablar en cierta forma, tenemos “demasiado de una buena cosa”, de modo que la disponibilidad de financiamiento oficial no sólo modera las imperfecciones de mercado existentes, sino que también produce nuevas y mayores distorsiones al estimular la negligencia en los préstamos. Se trata, claramente, de una cuestión empírica. Si echamos una mirada informal a este problema, no se puede dejar de notar que el contagio y la corrida típica por la salida de los inversionistas gregarios es, en sí misma, una demostración de que los acreedores privados anticipan pérdidas si no se alejan de las situaciones difíciles a tiempo. En realidad, con la posible excepción de inversionistas de muy corto plazo, de algunos de los que se retiran pronto, y de unos cuantos acreedores rapaces, la mayoría de los acreedores privados han resentido pérdidas como resultado de las crisis de cuenta de capital que han ocurrido.<sup>24</sup>

Lamentablemente, es muy limitada la investigación que se ha realizado sobre el tema del riesgo moral. El hecho, sin embargo es que el trabajo que se ha realizado hasta ahora no ha logrado descubrir claras señales de riesgo moral. La labor efectuada por investigadores del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos,<sup>25</sup> por ejemplo, halló que los diferenciales de los bonos soberanos de los mercados emergentes eran más elevados después de la crisis de 1994-1995 que en el periodo precedente, aun después de haber realizado el control de la clasificación de valores. Asimismo, la disper-

<sup>23</sup> Esta cuestión está bien desarrollada por J. Bradford DeLong y Barry Eichengreen en “Between Meltdown y Moral Hazard: The International Monetary and Financial policies of the Clinton Administration,” documento de trabajo 8443 de NBER, agosto de 2001, y por Bradford DeLong, Andrei Schleifer, Lawrence Summers, y Robert Waldmann, en “Noise Trader Risk in Financial markets,” *Journal of Political Economy*, v. 98 (1990), pp. 703-738.

<sup>24</sup> Incluso en México, en 1995, donde los Tesobonos ofrecían protección contra el riesgo de tipo de cambio, los descuentos fueron altos y los tenedores originales que trataron de salirse resintieron pérdidas. De un modo más general, la práctica de reevaluar los activos a precios de mercado resulta especialmente útil a este respecto, dado que los inversionistas tienen que revelar sus pérdidas acumuladas en “tiempo real”.

<sup>25</sup> Steven Kamin, “Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets,” mimeografiado, diciembre de 2001.

sión de esos diferenciales a través de los países ha resultado significativamente más elevada en el periodo que siguió a la crisis mexicana, lo cual sugiere que los inversionistas se están volviendo cada vez más sensibles a las perspectivas particulares de los distintos países. Por lo demás, esto se confirma por el hallazgo de que la sensibilidad de los diferenciales soberanos a los cambios en las calificaciones crediticias se incrementaron tras la crisis mexicana, contrariamente a lo que la hipótesis del riesgo moral implica. Así, los inversionistas parecen haberse mostrado más cautelosos que antes para ingresar en los mercados emergentes, después de que se elaboró el primer gran paquete de apoyo. De la misma manera, después de realizar el control de otros factores que determinan la credibilidad, no existen pruebas de que los diferenciales sean menores para los grandes países, de modo que la teoría del riesgo moral debido a la percepción de que hay países que son demasiado grandes para fallar y, en consecuencia recibirán paquetes de apoyo más grandes, no parece sostenerse.<sup>26</sup>

Economistas del FMI han examinado también la cuestión del riesgo moral usando medios estadísticos.<sup>27</sup> Una de las pruebas que llevaron a cabo se basa en la idea de que si el FMI cuenta con más recursos a su disposición, la posibilidad de riesgo moral seguirá creciendo. En consecuencia, han puesto a prueba si los incrementos en los recursos prestables del FMI tienen una apreciable influencia sobre los diferenciales soberanos, pero no han encontrado efectos importantes. El hecho más prometedor que han encontrado como prueba en favor de la hipótesis de riesgo moral es el alza de los diferenciales, a raíz del incumplimiento de Rusia en sus GKO, que algunos observadores atribuyen a la reducción del riesgo moral. Ahora bien, si esa interpretación es correcta, sigue siendo posible preguntarse si los observadores no han interpretado la crisis rusa como un cambio de régimen, y el hallazgo del riesgo moral antes del incumplimiento ruso tal vez no implique la continua presencia de riesgo moral. Por lo demás, es igualmente fácil argüir que el alza de los diferenciales que se observó después del incumplimiento en los GKO se debió a un efecto de “alarma o llamada de despertador”

<sup>26</sup> Una posible excepción puede haber sido el caso ruso en 1998. En la corrida subsiguiente a la declaración de incumplimiento, la compra de GKO fue a veces objeto de referencia como “el juego del riesgo moral” entre algunos inversionistas que creían que Occidente no dejaría que Rusia se hundiera. Esos inversionistas resintieron graves pérdidas, y su ejemplo debería considerarse como una dura lección para otros.

<sup>27</sup> Véase Timothy Lane y Steven Phillips, “Does IMF Financing Result in Moral Hazard?,” documento de trabajo WP/00/168 del FMI (octubre de 2000).

más bien que a una declinación en el riesgo moral.<sup>28</sup> En suma, la evidencia disponible no nos permite afirmar, con un grado razonable de confianza, que el riesgo moral inducido por el financiamiento de emergencia constituya un serio problema.

No obstante esta falta de evidencia convincente, muchos políticos y observadores en Occidente arguyen que el riesgo moral es un asunto grave, y por lo tanto abogan en favor de la adopción de una serie de medidas, inclusive dejar que los deudores caigan en incumplimiento, a fin de dar una lección a los futuros prestamistas.<sup>29</sup> Esta es una cuestión muy delicada, ya que los costos en términos de asistencia social derivados de dar una lección semejante pueden ser enormes. En consecuencia, se requieren fuertes y persuasivas evidencias antes de pasar a considerar si se acepta este tipo de recomendación. Esa clase de evidencias fuertes no existen, por lo que la comunidad internacional no debería correr el riesgo de provocar problemas reales y concretos (inclusive la transformación de una crisis de liquidez en una de solvencia), simplemente para prevenir un problema potencial cuya importancia no ha sido establecida, y que, por el contrario, se ha descubierto que es limitada al proceder a la investigación empírica más rigurosa que se encontraba disponible.

Finalmente, la preocupación por el riesgo moral y la percepción de insuficientes recursos en el FMI a juicio de los países del G-7 y las instituciones financieras internacionales, llevó a que se involucraran acreedores privados en la resolución de las crisis de cuenta de capital. En los casos mencionados en esta sección, tal vez el ejemplo más exitoso de la participación del sector privado fue la preservación de las líneas de crédito privadas durante las crisis coreana y brasileña. Esto fue posible porque los acreedores privados implicados eran bancos extranjeros, sobre los cuales sus propias autoridades monetarias podían ejercer cierta influencia. Otras

<sup>28</sup> Véase Giovanni Dell'Ariccia, Isabel Godde, y Jeromin Zettelmeyer, en "Moral Hazard and International crisis lending: A Test," mimeografiado, FMI, noviembre de 2000.

<sup>29</sup> Además, a menudo arguyen que sus contribuyentes están subsidiando directamente a los países programados por el FMI, una situación que naturalmente crea descontento en los distritos electorales. Esta opinión es incorrecta por dos razones que están ligadas: un país recibe una remuneración basada en el mercado con fundamento en la posición positiva neta que tiene en el FMI, además de que la condicionalidad, el monitoreo y el escalonamiento del apoyo financiero han asegurado un impresionante record de reembolsos por parte de países con programas del FMI; lo que plenamente justifica los bajos costos de financiamiento del FMI. Véase por Olivier Jeanne y Jeromin Zettelmeyer "International bailouts. Moral Hazard and Conditionality," en *Economic Policy*, octubre de 2001.

tentativas de ISP fueron en gran parte poco exitosas, dada la dispersión de los acreedores internacionales, en su mayoría tenedores de bonos. Las tentativas más visibles de ISP fueron los voluminosos intercambios de deuda llevados a cabo por el gobierno de Argentina en 2001. Aunque proporcionaron cierto alivio en el 2000 y años subsiguientes, estos canjes (*swaps*) resultaron en realidad costosos en términos de dinero en efectivo, puesto que requirieron el pago de intereses acumulados.<sup>30</sup>

#### 4) Resumen

Los mercados emergentes, por la misma naturaleza de su participación en los mercados de capital mundiales, están expuestos a crisis de liquidez originadas por cambios en el ánimo de los inversionistas. Estos cambios de percepción, al interrumpir el financiamiento externo, crean severas recesiones. Además, la depreciación del tipo de cambio y las alzas de las tasas de interés causadas por esas crisis, tienen efectos adversos sobre las hojas de balance de los agentes públicos y privados en esos países, ya que estos efectos se agravan por los desequilibrios subyacentes (que se reflejan en fuertes déficit, ya sea en los sectores privado o público), por lo que las crisis de los mercados emergentes en la última década tuvieron efectos muy negativos en esas economías.

Dos factores fueron esenciales para la solución exitosa de la mayoría de estas crisis: *i)* la determinada respuesta del gobierno y la prosecución de programas de estabilización prudentes, ambiciosos, y flexibles; *ii)* la disponibilidad en tiempo oportuno de apoyo financiero significativo por parte de fuentes oficiales.

En otras palabras, la necesidad de un ajuste y financiamiento, que más bien resulte excesivo para responder a severas reversiones de cuenta es bien clara. Dos frases usadas en la época del programa mexicano ilustran esta decisión: *i)* prepararse para lo peor, pero con la esperanza de que ocurra lo mejor; y *ii)* tratar los choques negativos como permanentes y los positivos como transitorios.

En aquellos casos en que los países emprendieron significativos ajustes y adoptaron medidas estructurales para proteger el sistema financiero, sin

<sup>30</sup> Además, implicaron elevados costos a plazos mediano y largo, ya que los acreedores no tomaban los *swaps* más que si podían establecer como cláusula inmodificable los muy elevados rendimientos implícitos en los precios de los mercados secundarios. De hecho, estos canjes o intercambios pueden haber empeorado las perspectivas a largo plazo del gobierno. En resumen, la conveniencia de estos *swaps* está abierta a discusión. El ISP permaneció, durante todas estas crisis, como cuestión no resuelta.

olvidar tratar los desequilibrios de los balances, y al mismo tiempo pudieron contar con fuerte apoyo de fuentes financieras oficiales, se observaron recuperaciones relativamente rápidas, tanto en términos de la actividad económica como en términos de retorno a los mercados mundiales de capital privado.

Considerando la necesidad de una fuerte respuesta política, los países tienen que confrontar algunos dilemas, en particular con respecto al grado apropiado de ajuste fiscal. ¿Es mejor proseguir una vigorosa consolidación fiscal, o bien tener en cuenta que esta medida podría impartir un impulso negativo a la demanda agregada? Después de considerar el contraste entre el éxito de la estrategia mexicana de 1995, del programa brasileño de 1999, y del buen resultado de los esfuerzos turcos en 2001, por una parte, y los dramáticos problemas causados por el titubeo inicial de Rusia en 1998, y la continua parálisis de Argentina, por otra, me parece que la balanza de riesgos es clara. Siempre es mejor errar por prudencia y actuar con resolución para solucionar cualquier desequilibrio financiero público, ya sea en desarrollo o en potencia.

Lo mismo podría decirse del apoyo internacional. Dada la respuesta no lineal en cuanto a una credibilidad derivada del tamaño de los paquetes, una vez que las instituciones financieras internacionales (IFI) se muestran satisfechas con las políticas que intentan aplicar las autoridades del país, un paquete grande y con concentración de desembolsos al comienzo del período, es el que tiene más probabilidades de éxito.

Los programas de ajuste tardan tiempo en implementarse, y al comienzo puede ser difícil decir si un país va a ser capaz de llevarlo a cabo. En este sentido, el gobierno no debe posponer su acción, ya que cualquier acción se llevará tiempo para rendir los resultados esperados. A su vez, un apoyo suficiente y pronto de fuentes oficiales es la clave para dar tiempo al gobierno de actuar y convencer a sus acreedores externos, de modo que la fuga inicial sea revertida. En la mayoría de los casos, el criterio de sostenibilidad de la deuda no ofrecerá más que una respuesta ambigua. En caso de ocurrir esto, las instituciones financieras internacionales y las fuentes bilaterales no deben prejuzgar si un gobierno, un sistema bancario, o un sector empresarial son insolventes o no cuando estalla una crisis, sino más bien dejarlos en su confrontación con los acreedores. La solvencia es una propiedad endógena que depende de la capacidad de tomar medidas de ajuste, y los formuladores de política requieren que se les permita la necesaria libertad de acción para ejecutar estas medidas. La experiencia de las crisis más recientes demuestra clara-

mente que, en promedio, el supuesto de que estas economías atravesaban una crisis de liquidez era correcta. Por lo demás, hubiera sido imposible predecir al comienzo de cada crisis si la misma iba a terminar en incumplimiento. Sin embargo, como lo pone de relieve la actual situación en Argentina, la ausencia de un marco establecido para ensayos que permitan averiguar si la deuda soberana es la adecuada, han dificultado la tarea del FMI cuando un programa se sale del curso establecido.

#### IV. Lecciones políticas para prevenir y tratar las crisis en mercados emergentes

Una vez discutidas las lecciones con respecto a la gestión de la crisis, esta sección pasará a observar la prevención de las crisis. Esta es una área en la que ha habido significativos progresos y menos controversia.

Un cuidadoso análisis de las crisis de balanza de pagos, ocurridas desde 1994, destaca que el incremento en la magnitud de los flujos de capital que se dirigieron a los mercados emergentes durante los últimos diez años, la velocidad con que los mismos pueden revertirse, y los vínculos entre activos de diferentes países a causa de las prácticas de inversión, tienen las siguientes implicaciones: *i*) un pequeño deterioro en aspectos fundamentales o en la percepción del mercado acerca de ellos puede desembocar en grandes salidas de capital; *ii*) pueden ocurrir grandes salidas de capital (o la repentina suspensión de las afluencias), incluso si los aspectos económicos fundamentales de un país no han cambiado, a causa de un brusco pánico o, alternativamente, por un contagio causado por la respuesta de inversionistas que necesitan cubrir sus pérdidas originadas por problemas en otros países;<sup>31</sup> *iii*) las recesiones pueden ser más severas y las variables financieras más volátiles que en las crisis de cuenta corriente tradicionales, dado que el déficit de la balanza de pagos tal vez sea mayor a causa del tamaño potencial de las salidas de capitales golondrinos.

En consecuencia, los debates sobre las lecciones políticas y la reforma de la arquitectura financiera internacional se han centrado en la forma de minimizar las vulnerabilidades ante las salidas de capital que pueden originarse por pequeños choques, reales o percibidos, así como en la forma de limitar el contagio, y también en la manera de reducir los daños que resiente un país cuando esto ocurre.

<sup>31</sup> Para un análisis en profundidad de este fenómeno, véase Calvo (2000).

Existe un amplio consenso en que para reducir la vulnerabilidad ante los choques, los cambios de opinión o de ánimo de los inversionistas, y los contagios, los factores más importantes son el establecimiento de sanas y sólidas políticas internas. Los formuladores de política de mercados emergentes cuentan con muy poco espacio de maniobra y tienen que actuar con mucha oportunidad, dado que la respuesta del mercado puede ser muy rápida.

Estas políticas tienen que estar respaldadas por una fuerte posición de liquidez que garantice a los inversionistas en el país la capacidad de pagar aun si los mercados financieros se cierran. Sin embargo, no se considera óptimo seguir políticas que reduzcan la probabilidad de crisis casi a cero. Por ejemplo, la acumulación de reservas internacionales es costosa, y lo mismo puede decirse de emitir solamente deuda a largo plazo. En caso extremo, la probabilidad de una crisis de la cuenta de capital podría reducirse mediante el establecimiento de controles de capital draconianos o con el mantenimiento de la cuenta corriente equilibrada en forma permanente, aunque son medidas que pueden tener un elevado costo en términos de crecimiento predeterminado. De ahí que sea necesaria la cooperación internacional para reducir esa probabilidad todavía más de manera eficaz en lo que a costos se refiere y asimismo reducir los efectos negativos de estos sucesos cuando ocurren. Además, deben evitarse las externalidades negativas que las crisis de los mercados emergentes han tenido sobre los mercados financieros internacionales.

El reconocimiento de que los países con fuertes políticas internas pueden ser objeto de ataques especulativos, así como el gran costo asociado a las crisis de cuenta de capital, han generado una amplia discusión acerca de la necesidad de una reforma de la arquitectura financiera internacional. Como lo mencioné anteriormente, esta discusión ha sido enfocada hacia dos casos extremos, siendo el primero el establecimiento de mecanismos para evitar y solucionar las crisis de liquidez, y el segundo el desarrollo de procedimientos que facilitan la renegociación en el caso de crisis de solvencia. Más adelante argumentaré por qué pienso que esto no es suficiente, puesto que sólo aborda algunos riesgos en este nuevo entorno de grandes flujos de capital privado, y pasa por alto los casos más importantes de países que padecen alguna debilidad fundamental (de modo que no se trata de crisis de liquidez puras), aunque no sean insolventes. Con este marco en mente, argumentaré con más detalle las políticas internas que deben seguirse, así como las reformas al sistema financiero internacional que se han propuesto, a fin de reducir la frecuencia y los efectos negativos de futuras crisis.

### 1) Políticas internas

El mantenimiento de políticas fiscales y monetarias sólidas se considera crucial, a fin de evitar cualquier tipo de crisis de balanza de pagos. Ha sido ya ampliamente reconocido que las políticas laxas, que conducen a un exceso de demanda agregada o a una mezcla de políticas inconsistentes, podían desembocar en un elevado déficit en cuenta corriente, una carga insostenible de deuda externa, y a la vulnerabilidad ante los choques. Lo nuevo acerca de los episodios más recientes, es que ocurrieron aun en países donde la inflación era baja, los déficits fiscales pequeños o bien eran superavitarios, y el nivel de deuda gubernamental era asimismo bajo.<sup>32, 33</sup> Es verdad que en la mayoría de los casos, las crisis fueron precedidas por choques, pero en ningún caso implicaron un deterioro en las políticas, como los observados en el pasado, por ejemplo, los que se vieron antes de la crisis de la deuda latinoamericana en la década que se inició en 1980. En esta forma, está ya claro que políticas monetarias y fiscales son condiciones necesarias, pero no suficientes, para evitar una crisis de cuenta de capital, que un ligero cambio en las políticas puede conducir a un significativo deterioro en la percepción de las perspectivas del país. Así, la pregunta que se plantea es: ¿qué había detrás de esta vulnerabilidad a los repentinos cambios de ánimo entre los participantes en los mercados de capital internacionales?

Los abruptos cambios en la percepción están condicionados por varios otros factores y no sólo por las políticas monetaria y fiscal. Los principales elementos que han sido identificados son: *i)* la posición de liquidez de los sectores público y privado; *ii)* el nivel de endeudamiento público y privado, particularmente el que se tiene con el extranjero; *iii)* el comportamiento de toma de riesgos excesivos por parte de los bancos; y *iv)* la falta de transparencia y comunicación con los participantes en el mercado.

Comentaré cada uno de estos puntos en detalle, así como sus implicaciones para la política interna.

La crisis mexicana de 1994-1995 puso muy en claro que los inversionistas se centran en el programa de amortización de la deuda, no sólo en su nivel. Una gran cantidad de obligaciones a corto plazo por comparación con los niveles de reserva, drásticamente incrementa la probabilidad de que

<sup>32</sup> Como porcentaje del PIB, las exportaciones o las reservas internacionales.

<sup>33</sup> Por ejemplo, la posición fiscal como proporción del PIB fue de 0.7% y -0.1% en México durante 1993 y 1994, 2.4% y -2.1% en Tailandia, y 0% y -1.7% en Corea del Sur durante 1996 y 1997, respectivamente.

un déficit de liquidez temporal se traduzca en una crisis de capital masiva, a causa del vuelco en la confianza. La solución es clara: incrementar el nivel de reservas internacionales y reducir la cantidad de obligaciones a corto plazo.<sup>34</sup>

Probablemente, la razón principal por la que no siempre se sigue esta política, es que el formulador de política, que está emprendiendo reformas y políticas de estabilización serias, tiende a creer que las mismas tendrán éxito, mientras que los participantes en el mercado abrigarán dudas. Esto genera una cuña de importantes expectativas acerca de dónde se encontrarán las tasas de interés y los tipos de cambio en el futuro, mientras que el formulador de política continuará creyendo que el régimen de tipo de cambio fijo es sostenible, que por lo tanto el diferencial entre las tasas de interés internas y extranjeras se debe a expectativas erróneas, y que las tasas de interés caerán en el futuro en mayor grado de lo esperado por el mercado. En consecuencia, parece existir una oportunidad de arbitraje y un sesgo para emitir deuda en moneda extranjera y también en forma de obligaciones a corto plazo. Sin embargo, el incremento en la probabilidad de una crisis de balanza de pagos, asociada con estas políticas, sugiere que esta oportunidad de arbitraje es en gran parte una ilusión. El costo potencialmente más alto de emitir deuda interna a largo plazo constituye una adecuada prima de seguro que se paga para reducir las vulnerabilidades e incrementar la probabilidad de éxito. Adicionalmente, es preciso seguir una estrategia proactiva de gestión de la deuda, con objeto de asegurarse de que no habrá problemas de amortización a causa de una repentina interrupción de las afluencias de capital internacional.<sup>35, 36</sup>

En la sección anterior mencioné que un gran endeudamiento externo del sector privado incrementa la probabilidad de crisis. Esto implica que

<sup>34</sup> Como lo digo más adelante, algunas de las formas más eficaces en función de los costos para incrementar las reservas internacionales es a través del CCL, mediante el aumento de las asignaciones de los DEG, o bien elevando las cuotas del FMI.

<sup>35</sup> En el caso mexicano, la relación deuda pública interna/deuda pública total cambió de un promedio de 26.5% en 1994 a 48.1% en 2001. Además, el vencimiento promedio de la deuda interna se incrementó de 284 a 646 días en el mismo periodo. Con respecto a la deuda del mercado externo, la estrategia de México ha consistido en emitir bonos a largo plazo con anticipación, a fin de renovar las obligaciones.

<sup>36</sup> Asimismo, se ha llevado a cabo una sustitución de deuda extranjera por deuda interna. Los proponentes de la dolarización en mercados emergentes han argumentado la existencia de un "pecado original", es decir, la incapacidad de los mercados emergentes para emitir deuda a largo plazo en moneda interna, lo que desemboca en un desalineamiento de vencimientos o de monedas. Sin embargo, Chile y México han logrado emitir deuda a largo plazo denominada en moneda interna.

existe una externalidad potencialmente negativa, ya que las firmas y los bancos no internalizan el efecto que su deuda adicional tiene sobre la probabilidad de una crisis de cuenta de capital. En parte, este fenómeno se halla relacionado con el hecho de que firmas y bancos no internalizan plenamente su exposición cambiaria, a causa del explícito seguro de tipo de cambio que existe en un régimen de tipo de cambio fijo.

Las externalidades negativas son típicamente tratadas con impuestos, y en forma correspondiente ha resurgido la discusión sobre el carácter óptimo de imponer gravámenes a los flujos de capitales. Los impuestos pueden aplicarse tanto a las salidas como a las entradas de capital, y pueden ser usados para promover diferentes tipos de inversión. Al parecer, los impuestos a las entradas son la mejor opción, como lo sugiere la experiencia chilena. Sin embargo, por lo visto sólo funcionan bien durante un corto periodo de tiempo, dado que firmas e inversionistas tienden a encontrar maneras de soslayarlos con cierta facilidad. Tal será probablemente el caso, siempre en ausencia de regulaciones, muy rigurosas, que tendría el efecto contrario de limitar el desarrollo del sistema financiero. De hecho, Chile recientemente abandonó sus impuestos implícitos sobre las entradas de capital.

Una manera más eficiente de tratar este problema es si se cuenta con un tipo de cambio flexible y una mejor regulación y supervisión del sector financiero. El régimen de tipo de cambio flotante cambia la composición de las afluencias de capital hacia vencimientos más largos, y en favor de las inversiones directas extranjeras (IED), puesto que la volatilidad de la moneda es mayor en el corto que en el largo plazo. Esto, a su vez, limita el tamaño de las posibles reversiones de los flujos.<sup>37</sup> Adicionalmente, la volatilidad del tipo de cambio descarta la percepción por parte del sector privado de la existencia de garantías implícitas y evita apuestas unilaterales contra la moneda. El hecho de que el tipo de cambio se ajuste automáticamente según<sup>38</sup> el tipo de cambio flexible, limita la generación de presiones políticas para defender niveles del tipo de cambio no realistas, establecer controles de capital *ex post*, o tipos de cambio duales o diferenciales, o bien para implementar rescates a la vez de inversionistas extranjeros e internos.

<sup>37</sup> La composición de la cuenta de capital en México ha cambiado dramáticamente de 1994 a nuestros días. De 1990 a 1994, las entradas de cartera representaron 67.1% de la cuenta de capital neta en promedio, mientras que las IED ascendían al 25.4%. En el periodo 1996-2000, estas proporciones cambiaron a 37.3% y 91.3% en promedio.

<sup>38</sup> Para una discusión más completa de los beneficios de un tipo de cambio flotante y el caso mexicano, véase Ortiz (2000).

Finalmente, al permitir ajustes en el nivel del tipo de cambio nominal, en respuesta a choques internos y externos que afecten el nivel de equilibrio del tipo de cambio real, el tipo flexible limita la volatilidad de la producción y el nivel de los desequilibrios externos. Un punto relacionado es que este régimen permite al banco central seguir una política monetaria independiente en respuesta a estos choques. El número de países de mercados emergentes que adoptan tipos de cambio flexibles es una clara indicación de los beneficios asociados con este régimen. Aunque la mayoría de los países se vieron forzados a adoptar ese régimen a causa de la pérdida de reservas internacionales, el hecho es que no volvieron a los regímenes de paridad fija una vez que las reservas internacionales recuperaron su nivel.<sup>39</sup>

Hay varios costos asociados a un tipo de cambio flotante. Primero, los inversionistas controlan una prima de riesgo a causa de la mayor volatilidad, con el incremento de los tipos de cambio internos. A su vez, estos tipos internos más elevados pueden otorgar una relativa ventaja a las grandes firmas exportadoras, puesto que típicamente les resulta más fácil obtener recursos del exterior. Segundo, el contenido informativo de los tipos de cambio, determinado por los participantes en el mercado es limitado si el mercado es de poco movimiento o poco activo o está dominado por un pequeño número de agentes. Finalmente, la ausencia o bajo nivel de desarrollo de los mercados de derivados, que permiten cubrir el riesgo de tipo de cambio, pueden implicar elevados costos bajo la forma de una ineficiente asignación de recursos, dado que los bancos, firmas e individuos necesitan limitar sus exposiciones de tipo de cambio por sí mismos. La magnitud de estos costos se combina con la fragilidad financiera del país.

A fin de reducir estos costos, se necesitan varias medidas para reducir la fragilidad financiera. Las tres medidas más importantes son las siguientes: *i)* desarrollo de mercados de derivados; *ii)* adecuadas políticas de gestión de deuda y de liquidez; y *iii)* Desarrollo de mercados para deuda interna a largo plazo, ya sea con tipos nominales fijos o por medio

<sup>39</sup> Sin embargo, incluso en esos casos, cuando el régimen de tipo de cambio flexible funciona como un dispositivo estabilizador o permite políticas de estabilización independientes, su papel está claramente condicionado por el hecho de que limita la entrada de capitales a corto plazo. De otro modo, grandes afluencias a corto plazo no guiadas plenamente por factores fundamentales, pueden generar desviaciones del tipo de cambio real, así como limitar la capacidad del banco central para determinar las condiciones monetarias en la economía. Así, el primer papel que desempeña el tipo de cambio es un prerrequisito para el adecuado funcionamiento de los otros dos.

de bonos indizados al índice de precios al consumidor (IPC).

La transparencia y la comunicación son claves para el adecuado funcionamiento de un régimen de tipo de cambio flexible. Una de las grandes ventajas de este régimen, que consiste en permitir un ajuste gradual y ordenado en respuesta a los choques, no podrán hacerse realidad si los mercados no reciben información gradual y ordenada. Además, una política que continuamente explique las acciones del gobierno es la mejor manera de evitar malas interpretaciones de las acciones políticas. Es asimismo un canal de comunicación de doble sentido, por medio del cual los formuladores de política pueden recibir retroalimentación de primera mano, acerca de las preocupaciones del sector privado.<sup>40</sup>

En conjunto, dado este ambiente más vulnerable, las políticas deberían apuntar al establecimiento de un entorno macroeconómico más sólido. Con objeto de ofrecer una mayor certidumbre, éstas deberán ser institucionalizadas en la mayor medida posible. Un ejemplo consiste en otorgar autonomía al banco central. Otra área en la que se han logrado significativos progresos es en el desarrollo y la adopción de normas uniformes de códigos, así como en la disciplina impuesta a los formuladores de política a través de una mayor transparencia.

Sin embargo, hay otros aspectos institucionales que deben ser reforzados. Uno de los más importantes es la reforma del marco legal, de modo que los mercados operen apropiadamente mediante el fortalecimiento de la protección de los derechos de propiedad, ofreciendo regulaciones adecuadas o incentivos de mercado cuando se presentan fallas del mismo, así como promoviendo la competencia. Todos estos elementos son importantes desde el punto de vista de prevención de una crisis, aunque asimismo desde la perspectiva de un crecimiento mayor a largo plazo, puesto que permiten a las firmas y a los individuos iniciar proyectos teniendo en mente una perspectiva a mediano plazo. En suma, uno de los grandes desafíos que confrontan los mercados emergentes consiste en garantizar que se seguirán políticas apropiadas en el futuro. De ahí que incorporar instituciones, a fin de reducir la incertidumbre en cuanto a las políticas futuras, constituya una importante tarea.

<sup>40</sup> México estableció una Oficina de Relaciones para Inversionistas en 1995. Sus funciones comprenden continua comunicación con analistas e inversionistas, y la preparación para convocar conferencias y documentos, inicialmente cada trimestre y ahora mensualmente, para explicar la evolución de la economía, así como las políticas del gobierno. Para una descripción más completa de las políticas de México en comunicaciones y transparencia, véase Ortiz (2002).

En el caso mexicano, un acuerdo institucional que contribuyó de manera significativa en todos estos aspectos, al limitar las acciones discrecionales de los gobiernos implicados, y que reforzaba el entorno institucional, fue el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Parece justo decir que esto ha llevado a una mayor certidumbre y estabilidad, como puede juzgarse por las afluencias de IED a México y el importante incremento de las exportaciones mexicanas en los años que siguieron la firma del tratado. Asimismo, la autonomía otorgada a varios bancos centrales en mercados emergentes, es uno de los elementos que explica la significativa reducción de la inflación en muchos países en desarrollo.

En resumen, las lecciones que nos ofrecen las recientes crisis de balanza de pagos, han conducido a determinados países a emprender los siguientes ajustes de política: *i)* mantener sanas y sólidas políticas fiscales y monetarias; *ii)* implementar estrategias de gestión proactiva de obligaciones, a fin de reducir la proporción de obligaciones a corto plazo extranjeras del sector público, y limitar la concentración de amortizaciones en un corto periodo de tiempo; *iii)* establecer una adecuada regulación y una supervisión prudencial en el sector bancario; *iv)* proporcionar incentivos de mercado a los agentes privados, con objeto de que limiten su endeudamiento en moneda extranjera, entre los cuales el más eficiente es un tipo de cambio flexible; *v)* la adopción de tipos de cambio flexibles para limitar las entradas de capital a corto plazo, permitir el ajuste del tipo de cambio real a los choques, y llevar a cabo políticas monetarias independientes; *vi)* incrementar la transparencia mediante la publicación de información oportuna a intervalos fijos, así como con el establecimiento de canales de comunicación con el sector privado; *vii)* emprender reformas institucionales que acrecienten la certidumbre para el sector privado, en cuanto a las operaciones con otros agentes privados, y también limitando las acciones discrecionales de las autoridades gubernamentales.

## *2) Implicaciones para la arquitectura financiera internacional*

Como lo dije ya anteriormente, el factor más importante en la prevención de crisis es seguir políticas internas adecuadas. Ahora bien, aunque algunas de estas políticas podrían llevarse a cabo en toda su extensión y sin ambigüedad alguna, otras típicamente implican soluciones de compromiso. La acumulación de reservas internacionales es costosa, pues la imposición de regulaciones que sofocan todo desarrollo del sector financiero implica

potencialmente grandes costos en términos de crecimiento, y mantener una posición fiscal rígida implica también que importantes necesidades sociales, tales como la inversión en educación y salud, serán subfinanciadas, aunque tengan elevados rendimientos desde el punto de vista a la vez económico y de la equidad. Es también probable que muchas de estas medidas extremas tropezarían con intensa resistencia política.

Así, la discusión de la reforma de la arquitectura financiera internacional debe centrarse en cómo la coordinación entre países y las instituciones financieras internacionales pueden rebajar el costo de la prevención de las crisis en los países, y cómo reducir el costo de las mismas cuando ocurren en el actual contexto de flujos de capital mayores y más volátiles.

Las recientes crisis plantean varios desafíos a la actual arquitectura financiera internacional a causa de varios factores, entre los cuales deben destacarse los siguientes: *i)* los países pueden tener que enfrentar ataques especulativos incluso si sus políticas son adecuadas, principalmente a consecuencia de problemas de liquidez. De ahí que se haya tornado más difícil anticipar las crisis y prevenirlas; *ii)* el incremento en el tamaño de los flujos de capital privado implica que la cantidad actualmente disponible de recursos oficiales puede no ser suficiente para estabilizar la situación, tras la crisis, sin mencionar ya la posición política hacia un gran paquete por parte de los principales países acreedores; y *iii)* el creciente endeudamiento bajo la forma de bonos implica que las renegociaciones de la deuda, en el contexto de un problema de solvencia, resultan más difíciles a causa de la complejidad de la tarea de coordinar un número grande y significativo de partes que intervienen.

El reconocimiento de estos tres problemas ha condicionado la discusión de la reforma de la arquitectura financiera internacional, que ha sido estructurada alrededor de la dicotomía de problemas de liquidez *versus* problemas de solvencia. El primer caso corresponde a los países con políticas adecuadas que sufren sobre todo ataques especulativos injustificados (es decir, crisis puras de liquidez). El segundo caso concierne a los países que tienen serios problemas fundamentales y necesitarán un incumplimiento parcial respecto a sus obligaciones, a fin de retornar a una situación sostenible.

Es importante discutir estos dos extremos. Sin embargo, esta manera de abordarlos no presta suficiente atención a las mejoras adicionales que requieren estas crisis que no son problemas de pura liquidez ni de solvencia. Pienso que este enfoque refleja sobre todo una preocupación con el injusti-

ficado contagio que siguió a la crisis de Rusia y los problemas de solvencia de Ecuador en 1999, o de Argentina en la actualidad, en tanto que nos olvidamos de las lecciones que se derivan de la crisis intermedia en México, Asia Sudoriental, Brasil y Turquía. Por lo tanto, en las líneas que siguen discutiré cada uno de estos tres tipos de crisis, las propuestas que se hicieron para resolverlas y mis propias impresiones sobre la labor que resta por hacer.

#### *a) Sobre las crisis de liquidez*

Como ya lo mencioné, varias de las recientes crisis de cuenta de capital ocurrieron en países con ciertas vulnerabilidades, pero cuyas políticas eran ampliamente percibidas como adecuadas por funcionarios internos, organizaciones internacionales, analistas de inversiones y agencias calificadoras. Así, pues, la situación en estos casos no era un problema de riesgo moral de países que seguían a propósito políticas inadecuadas o que mantenían desequilibrios insostenibles, sino más bien una crisis de confianza potencialmente autorrealizable.

Dada la velocidad a que pueden desarrollarse estos sucesos, y el retraso con que se elaboran los paquetes conjuntos del FMI, el inversionista puede decidir que tiene sentido sacar su dinero y llevarlo a otra parte, aún sabiendo que se está negociando el apoyo del FMI. Por lo tanto, en estos casos en los que el ajuste político necesario es pequeño, en caso de que tan siquiera lo sea, se requiere un mecanismo veloz de respuesta casi automática. Esta es la idea detrás de la LCC desarrollada por el FMI a raíz de la crisis ruso-asiática de 1998, un mecanismo para el cual los países precalifican sobre la base de sus políticas económicas y su situación macroeconómica. Además, su tamaño es mayor que el de un programa típico y el desembolso más rápido. Cuando un país necesita los recursos, generalmente obtendrá hasta un tercio de la línea de crédito con bastante prontitud, mientras que el resto quedará a su disposición después de una revisión de sus políticas, tarea que se considera menos exhaustiva que la asociada con el acuerdo de derecho de giro.

Aunque la creación de la LCC es un acontecimiento muy positivo, hay cuatro problemas principales que subsisten en ese servicio o mecanismo del FMI:

- El primero es que no puede usarse más que para problemas de contagio. El contagio es el caso más claro de que no se necesitan ajustes políticos significativos para asegurar la recuperación de las condiciones económicas y asegurar el reembolso de recursos, dado que el choque es re-

sultado del pánico o de prácticas de inversión, y no constituye un deterioro de aspectos económicos fundamentales. Eso no obstante, un país puede sufrir de ataques especulativos no originados por sucesos en otros mercados, sino que se deben, por ejemplo, a un temporal deterioro de los términos del intercambio o de la adversa evolución de los mercados financieros en los países industrializados. Se requiere también un mecanismo de respuesta rápida, para contrarrestar estas crisis potenciales, de modo que los países que han seguido políticas adecuadas, reembolsado al FMI con oportunidad, y realizado los adecuados ajustes cuando se han necesitado, puedan recibir la aprobación para el uso de recursos de la LCC para enfrentar este tipo de choques.

- Considerando que una ganancia o pérdida de la LCC tiene el potencial de ser similar a los cambios en la calificación de grado de inversión, es necesario contar con una clara serie de directrices que permitan a los participantes en el mercado reaccionar en forma ordenada y gradual a los cambios potenciales en el acceso a la LCC. Una estrategia de salida para los países que pierden su LCC es de particular importancia.
- Para hacer más atractivo a la LCC, debe reducirse la comisión de compromiso o de apertura de crédito, quizás para que sea de cero. Esto tiene sentido económico, si existe la percepción de que existen externalidades en los mercados financieros internacionales, particularmente si el contagio se considera un problema real. Asimismo, debe encontrarse la manera y cauces para asegurarse de que este mecanismo no lleve consigo el estigma de los programas tradicionales.
- El periodo de un año para el vencimiento de este servicio es demasiado corto, pues reduce el interés del país por él, y el papel disciplinario que debe tener, puesto que tanto el país como el FMI pueden simplemente dejar que expire.

La LCC ha sido ideado principalmente como un mecanismo, a fin de proporcionar reservas internacionales adicionales a un país cuando encara problemas de liquidez. Como tal, lo primero que le incumbe es reducir la probabilidad de una pérdida de confianza en la capacidad de un país para cumplir con el servicio de la deuda, pero si esto llegara a ocurrir, deberá ayudar a resolver los problemas de liquidez temporales que requieren un mínimo de ajustes de política.

Las peticiones para que el sector privado se involucre en el caso de crisis de liquidez han dado por resultado el establecimiento de líneas de crédito contingentes con los bancos privados y la inclusión de opciones en bonos que permitirían un pago a largo plazo bajo ciertas condiciones. Estas últimas son de hecho consideradas por el FMI como prerequisites deseables para el acceso a la LCC.

El establecimiento de líneas privadas de crédito contingente es deseable en sí mismo y deberían ser complementarias de la LCC. Sin embargo, contar con una LCC plenamente operante en primer lugar, podría ser muy importante para promover el desarrollo de líneas de crédito contingente. Con el establecimiento de la LCC, el sector privado puede usar con provecho las capacidades de monitoreo del FMI, de modo que para obtener acceso a los recursos en la línea privada de crédito se exigiría lograr el acceso a la LCC del FMI. A este respecto, debería existir un diálogo más amplio entre el FMI, las instituciones financieras del sector privado y los mercados emergentes.<sup>41</sup>

En cuanto a la inclusión de opciones en los instrumentos de deuda, los mismos no han sido probados de manera significativa por los mercados emergentes, con la excepción de algunos bonos Brady, cuyo pago se hizo contingente a la evolución de ciertos precios de productos básicos en varios países. Si bien los bonos Brady eran instrumentos relativamente líquidos y la opción casi nunca estaba en el dinero, resultaban más caros que otros tipos de bonos, lo que sugiere que aun instrumentos menos bien conocidos o exóticos sin liquidez significativa podían ser muy caros. Esta es otra área donde la retroactividad por parte de los participantes en el mercado privado es muy importante para saber como consideran estos diferentes instrumentos y cuáles son las características que pueden ser fácilmente incluidas en bonos.

#### *b) Sobre los casos intermedios*

En el caso de la mayoría de las crisis de balanza

<sup>41</sup> Se ha esgrimido el argumento de que las CCL privados no funcionarían porque la institución que suministraría la línea de crédito se cubriría contra el riesgo asociado con la operación, transfiriendo potencialmente el riesgo a otros agentes internos o reduciendo la cuantía de los fondos proporcionados a éstos. Este argumento es inexacto, ya que no refleja la manera en que un banco típicamente cubriría su riesgo por esa línea. Una vez que otorga la línea, tiene que cubrir su actual exposición contingente, acortando una cierta cantidad de los activos del país, conforme a la probabilidad de que la línea sea ejercida, pero esto es algo que ocurre hoy en día, no en el momento en que se ejerce la línea. Ello implica que con el establecimiento de la línea, la cantidad de afluencias será menor en los buenos tiempos y mayor en los malos y no al contrario.

de pagos, el problema subsistirá entre crisis bien definidas de liquidez y las que son de solvencia. Los programas del FMI han sido desarrollados para tratar con estos problemas de tipo intermedio. Como es típico que requieran importantes ajustes de política para que el país retorne a una situación sostenible en la balanza de pagos, se necesita un proceso de negociación más complejo con el FMI, de modo que el acceso no sea otorgado en forma casi automática. A pesar de todas las críticas que el FMI ha recibido recientemente, estos programas poseen un record de desempeño, pues han permitido que muchos de los países que sufrieron crisis en los años noventa recuperen la estabilidad macroeconómica y vuelvan a los mercados de capital en un corto periodo de tiempo, como se comentó en la sección III.

Sin embargo, el nuevo entorno financiero también tiene importantes implicaciones acerca de cómo deben tratarse estos tipos de crisis. Los flujos potencialmente grandes implican que la profundidad de las crisis también puede ser mayor en estos casos, y la importancia de la credibilidad y de las expectativas en el proceso de recuperación sugiere que, en la medida de lo posible, se debe dar la misma certidumbre a los mercados acerca de las implicaciones del programa.

En algunos de esos casos, los países necesitaron una mayor cantidad de recursos que la tradicionalmente concedida según los acuerdos con el FMI. Algunos de esos recursos fueron proporcionados por el Fondo a través del Servicio de Reserva Complementario (SRC), pero en otros, los recursos adicionales fueron suministrados por los gobiernos de países industriales y otros IFI. No se trata aquí de un caso de superabundancia de recursos, sino que es más bien un reflejo de los desafíos planteados por los mercados abiertos de capital y la globalización. Cuanto más capital fluye hacia los mercados emergentes, mayor es la reversión potencial o lo que es todavía más perjudicial, que ocurra una "repentina cesación". El número de excepciones que se hacen en el tamaño de los programas del FMI y la inseguridad respecto al tamaño de los paquetes, ha venido a incrementar la incertidumbre de los mercados en cuanto a la asistencia potencial del FMI y los motivos que inducen a esa institución a un tratamiento diferenciado entre los miembros. Por lo tanto, para que los programas del FMI sean más efectivos típicamente requerirán que se establezca la certidumbre y una mayor cantidad de recursos por cada acuerdo que en el pasado. Esto es de particular importancia, dado que los países industriales probablemente se mostrarán menos dispuestos a proveer apoyo financiero en el futuro, dadas las presiones políticas que existen, aunque el

costo financiero de apoyos pasados para sus contribuyentes ha sido nulo.

Gran parte del reciente énfasis para que se involucre el sector privado se debe no sólo al reconocimiento de que los recursos públicos pueden ser insuficientes, sino también tiene por objeto limitar el problema de riesgo moral que se percibe. Como se comentó previamente, la evidencia empírica indica que el problema de riesgo moral no es significativo. En consecuencia, pienso que la cuestión del riesgo moral ha sido claramente exagerada.

Tras la aceptación de esta realidad política, debemos seguir pensando acerca del desarrollo de mecanismos que permitan el involucramiento del sector privado (ISP) en estos casos intermedios. En este sentido, es preciso que consideremos todos esos instrumentos de mercado que han sido propuestos, tales como la inclusión de opciones que permitan diferir el servicio de la deuda, una LCC del sector privado, y acuerdos voluntarios como la renovación de las líneas de crédito bancarias.<sup>42</sup> Sin embargo, creo que el ISP en estos casos intermedios no debe sobrepasar al que pueda ser fácilmente soportado en los acuerdos voluntarios o bien incluido como claras condiciones *ex ante* en los bonos.

En resumen, a fin de adaptar los actuales programas del FMI diseñados para hacer frente a las crisis intermedias de modo que se adecuen al nuevo contexto internacional de mayores afluencias de capital, es necesario:

- Incrementar el tamaño de las cuotas y posiblemente también el de los programas, con relación a la cuota. En este sentido, la presente revisión de las cuotas del FMI debería hacer mayor hincapié que en el pasado en los determinantes de la cuenta de capital.<sup>43</sup>
- Hablaremos ahora sobre la concentración de desembolsos al comienzo del periodo del acuerdo con el FMI. En la típica crisis de cuenta de

<sup>42</sup> Hasta ahora, el tipo y la cantidad de ISP que ha sido impuesta en distintos programas, como en los casos de Brasil y Corea, han variado significativamente entre países en forma discrecional, y todavía no está claro en qué cantidad se necesitará en futuros programas de apoyo. Esto es probablemente una importante fuente de incertidumbre en la actualidad para los mercados financieros internacionales.

<sup>43</sup> En las actuales discusiones para ampliar las cuotas, se ha argumentado que a medida que los países siguen mejores políticas, la probabilidad de futuras crisis de credibilidad es más pequeña. Pienso que esta afirmación es demasiado optimista, pues es un hecho que los recientes acontecimientos han demostrado que las crisis responden a circunstancias más complejas que una simple posición política, dado que en muchos casos la misma fue considerada como sólida por académicos y formuladores de política.

capital, la necesidad de una concentración de recursos al iniciarse el programa es mayor que en las antiguas crisis de cuenta de capital. En la medida que un MRDS está ya situado, la reducción en la condicionalidad asociada con la citada concentración de recursos será sustituida por la amenaza creíble de que no habrá fondos adicionales y que si el actual programa fracasa, la alternativa será un incumplimiento ordenado.

- Tómese en consideración el nivel de ISP que podría darse mediante el establecimiento de opciones reprogramadas y cláusulas de acción colectiva para bonos y préstamos, así como a través de la creación de líneas de crédito contingentes. La percepción con el establecimiento del MRDS de que el FMI dispone de una “estrategia de salida” ordenada, podría instaurar los incentivos apropiados para los países, a fin de, que desarrollen instrumentos adicionales con objeto de promover el ISP.

### *c) Sobre las crisis de solvencia*

¿Cómo decidir si un país está experimentando una crisis de solvencia que justifica un incumplimiento parcial y el subsecuente proceso de renegociación? La decisión es importante, ya que la capacidad de un país para dar servicio a su deuda puede depender de la cantidad de apoyo público que se le proporciona. Como lo mencioné anteriormente, en la práctica es muy difícil juzgar si un país tiene un problema de balanza de pagos que puede ser resuelto principalmente con un ajuste de la política interna o si se enfrenta a un problema de solvencia que requiere un incumplimiento parcial. En aquellas circunstancias en que el criterio de sostenibilidad de la deuda no ofrece una clara indicación de insolvencia (como ocurre en la mayoría de los casos), los países con problemas deberán contar con el beneficio de la duda, ya que es más costoso tratar un problema de liquidez como uno de solvencia, que tratar temporalmente una crisis de solvencia como una crisis de liquidez.<sup>44</sup> Sin embargo, puede darse el caso de que el país lleva a cabo el ajuste de política interna y recibe todos los recursos de un programa ampliado, a pesar de lo

<sup>44</sup> Aun en situaciones en que disponemos de un marco operativo para ejercicios de deuda, los tropiezos causados en la economía deudora por la paralización, la posibilidad de que se impongan controles de capital, y la congelación de los depósitos bancarios estarán asociados con importantes costos económicos. En el caso opuesto, el costo está principalmente asociado a la posposición de toda decisión por un pequeño periodo de tiempo, en tanto el país recibe la oportunidad de establecer un programa comprehensivo.

cual los flujos financieros no se estabilizan. De ocurrir esto, opino que lo adecuado es proporcionar recursos adicionales, y el país tendrá que renegociar el principal de su deuda pendiente. A fin de que este procedimiento funcione, resulta crucial que las cuotas sean incrementadas y, potencialmente, asimismo el tamaño de los programas con relación a la cuota. De otra manera, existe el riesgo de que se interrumpa el apoyo demasiado pronto, al usarse cuotas que eran apropiadas para diferente entorno, pero no en el actual contexto de grandes flujos de capital.

Este enfoque ofrece varias ventajas. Es sencillo y transparente, dado que los participantes en el mercado sabrán por adelantado la cantidad de apoyo con que el país puede contar. Es también una solución de compromiso entre dos opiniones, la de aquellos que piensan que las más recientes crisis de balanza de pagos son de liquidez o bien que su naturaleza es de ataque especulativo, y los que creen que existen serios problemas de riesgo moral o bien que la mayoría de las crisis son de solvencia. Desde luego, la probabilidad de crisis desatadas por problemas de credibilidad es mayor que antes, como lo es el tamaño de la reversión de los flujos de capital, por lo que tiene sentido incrementar la cantidad de apoyo que un país puede recibir. Por otra parte, es importante establecer un claro límite tras el cual habrá un ISP extremo bajo la forma de incumplimiento parcial y renegociación. El hecho de que este sea un compromiso entre los dos puntos de vista extremos de muchos formuladores de política y académicos, hará que esta opción tenga mucha más probabilidad de ser aceptada por la comunidad internacional.

Si un país necesita renegociar, esto se llevaría a cabo idealmente en una forma ordenada y consensual. Sin embargo, la mayor proporción de deuda está en forma de bonos, lo que implica que pueden existir varios casos en los que resulte improbable que la renegociación pueda hacerse de ese modo, dada la actual arquitectura financiera internacional. Este problema ha conducido a la presentación de dos propuestas principales para facilitar el proceso de renegociación de la deuda.

La primera consiste en incluir cláusulas de acción colectiva en los bonos, una propuesta que, entre otras, fue destacada recientemente por la Tesorería de Estados Unidos. Esta es una idea teórica interesante, pero que puede suscitar significativos problemas en la práctica, lo que también ha sido advertido por el FMI. Los problemas son los siguientes: *i)* las cláusulas requerirían renegociación separada para cada distinta emisión de bonos; *ii)* las cláusulas pueden ser interpretadas de diferente manera en distintas jurisdicciones legales; *iii)* la in-

clusión de cláusulas en las nuevas emisiones no elimina la posibilidad de problemas en el cercano futuro, dado que la sustitución de vieja deuda por nueva con cláusulas es probable que se lleve tiempo; y *iv)* la existencia de cláusulas *pari passu* puede implicar que incluso en el caso de que haya una mínima cantidad de deuda sin cláusulas, estas sean inútiles, puesto que la insatisfecha minoría de tenedores de bonos con cláusulas podría tratar de bloquear legalmente los pagos, si no son tratados en la misma forma que los tenedores de bonos sin cláusulas.

Así, pues, convengo con la opinión expresada por el FMI de que, si bien las cláusulas de acción colectiva pueden ser un buen complemento a otros enfoques, por lo que la idea debe seguir siendo explorada, el hecho es que existen importantes problemas de implementación que limitan su utilidad como solución robusta de una crisis de solvencia.

La segunda propuesta implica que un enfoque estatutario por parte del FMI podría funcionar si se enmendaran los Artículos del Acuerdo del FMI, a fin de establecer un procedimiento para las cesaciones en el pago de la deuda, ya que una mayoría calificada de acreedores sería suficiente para acordar al deudor resguardo contra la acción legal y también a fin de establecer los términos de la reestructuración de la deuda soberana. En este sentido, las nuevas condiciones estarían determinadas por negociación entre la soberanía y sus acreedores, sin que fuera decidida por terceras partes.

La propuesta más reciente del FMI representa una importante mejoría con respecto a la inicial, pero subsisten dos problemas.<sup>45</sup>

- Primero, el FMI tendría todavía que validar si un país puede usar el procedimiento o no.
- Segundo, el FMI podría reaccionar reteniendo todo nuevo financiamiento si no se halla satisfecho con la reestructuración final y, en particular, si percibe que el nuevo nivel de deuda sigue siendo insostenible.

<sup>45</sup> El FMI inicialmente propuso un enfoque estatutario que realizaba la autoridad del Fondo, en noviembre del año pasado. Implicaba el diseño de una institución internacional modelada en una corte para bancarrotas del interior de Estados Unidos, que evaluaba las condiciones de sostenibilidad de la deuda de un país y determinaba un recorte. Esto fue criticado a la vez por los gobiernos de países y los sectores privados, por otorgar demasiada discrecionalidad y autoridad al FMI. Ello condujo a una revisión y a la presentación de una propuesta alternativa en marzo, la cual implicaba un enfoque estatutario basado en la mayoría de acciones. Así, en esta última propuesta, las nuevas condiciones están determinadas por una negociación entre las partes interesadas, sin que las imponga el FMI.

Con respecto a la preocupación por la validación, para que el mecanismo disminuya la incertidumbre de manera significativa, y a fin de contar con reglas claras, tal vez sería mejor disponer de una serie de condiciones explícitas, según las cuales un país podría tener acceso al proceso (aun en los casos en que dicho acceso es de naturaleza voluntaria). Por lo tanto, se requiere un triple diálogo entre el FMI, la soberanía, y los inversionistas, acerca de las condiciones conforme a las cuales los países podrían utilizar el procedimiento casi automáticamente, sin que por ello los inversionistas sienta que se están coludiendo en contra suya.

La amenaza del FMI de que retendría todo nuevo financiamiento hacia un país si no se encuentra satisfecho con los resultados del proceso de negociación, impondría varias distorsiones al proceso, con lo que se volvería a la época en que se le criticaba al FMI por tener demasiado poder para decidir el resultado. Con ello, las negociaciones se tornarían en una tarea adivinatoria acerca de lo que el FMI considera un nivel de deuda sostenible. En caso extremo, la institución estaría decidiendo el resultado de la negociación, ya que el país tiene incentivos para conseguir al menos el recorte estimado necesario por el FMI, y los tenedores de bonos pueden a su vez tener incentivos para otorgar únicamente el recorte necesario para que el FMI siga proporcionando recursos.

Un esquema más apropiado, que ofrece a las tres partes los adecuados incentivos, sería que el FMI suministrara cierta cantidad de financiamiento con un mínimo recorte, si bien se mostraría dispuesto a proporcionar mayores recursos a medida que el recorte se tornara mayor. En esta forma, los inversionistas privados pueden estar dispuestos a otorgar mayores recortes si la probabilidad de que su deuda será rembolsada se incrementa significativamente. Asimismo, concede importantes incentivos a los acreedores privados y a la soberanía para entablar un diálogo constructivo, de modo que los acreedores privados se sientan menos inclinados a amenazar al país con recurrir a los tribunales internos. Como el FMI se halla forzado a otorgar más recursos cuanto mayor sea el recorte, no se siente incentivado a buscar un recorte mucho mayor que el considerado como estrictamente necesario.

Resulta también importante reconocer que cuando este mecanismo (o aun antes) sea activado, se iniciará una corrida contra los restantes activos del país (bonos internos, depósitos del sistema bancario, etc.). Para detenerlo, se ha sugerido el uso de controles de capital. La historia reciente de los mercados emergentes muestra que el uso de este tipo de instrumentos apenas es efectivo, ya que los

agentes encuentran muchas maneras de soslayarlos, de modo que la economía termina con significativas distorsiones económicas que, a mitad de la corrida, no pueden evitar las salidas de capital. En muchos casos, la imposición de controles de capital se considera como una manera de evitar la corrección del precio de los activos del país, lo que constituye una señal de un eventual debilitamiento de los balances de los bancos. Esto ha sido en muchas ocasiones el disparador de corridas bancarias sistémicas y, por lo tanto, puede que los controles de capital tengan que ser complementados con una congelación de los depósitos del sistema bancario.

El uso generalizado de cláusulas de acción colectivas y el enfoque estatutario propuesto por el FMI podrían complementarse entre sí, dado que el primer mecanismo refuerza un marco en el cual acreedores y deudores pueden llegar a un acuerdo por sí mismos, sin participar en el enfoque estatutario. Sin embargo, si esto fracasa, existe un marco predecible en el que se puede confiar. Además, un uso más generalizado de las cláusulas de acción colectiva podría ayudar en las crisis de liquidez, en las que lo único que se necesita es renegociar el vencimiento de las obligaciones.

## V. Observaciones finales

Las discusiones que se llevan a cabo actualmente acerca de la reforma del sistema financiero internacional, han sido fuertemente influidas por la proposición de que el riesgo moral ha sido creado por los paquetes de asistencia internacional, elaborados para hacer frente a las crisis en la segunda mitad del decenio que se inició en 1990. Hasta hoy, esta hipótesis no cuenta con claro apoyo empírico. Asimismo, tal como ha sido indicado recientemente por Stanley Fischer, resulta sorprendente descubrir que después de todo lo que se ha dicho acerca del riesgo moral, la cantidad prestada por el FMI durante el periodo 1994-2000 fue ligeramente más pequeña, con relación a la economía global, que los préstamos otorgados en el curso de la crisis de la deuda latinoamericana de 1981-1988.

Sin embargo, una vez que se acepta que las presentes circunstancias políticas en los países desarrollados no favorecen el tipo de programas seguidos en la segunda mitad de la década de los noventa, se conviene en que las propuestas actuales de reforma nos llevan en la dirección correcta. Como lo dije en mi presentación, la actual discusión está moldeando una nueva arquitectura financiera internacional que abordará la solución de las crisis en los mercados emergentes, según sea la categoría, de las tres que a continuación citamos, a que

corresponde la crisis: *i)* crisis de liquidez pura, que serían manejadas con la LCC; *ii)* crisis de solvencia que requerirían, además del programa típico del FMI, la reestructuración de la deuda soberana; y *iii)* y las más típicas crisis de balanza de pagos y financieras en un país solvente. En estos casos, las crisis van frecuentemente acompañadas por una corrida contra los activos del país. Me permito aseverar que la mayoría de las crisis de mercados emergentes corresponden a esta última categoría y, en estos casos, no tenemos nada mejor que los típicos programas de ajuste del FMI, con significativos recursos concentrados al comienzo del periodo del acuerdo, y cierta cantidad de ISP para renegociar los vencimientos.

Un punto importante es que los nuevos esquemas para la renegociación de la deuda soberana, dependen de la evaluación que se haga del nivel de deuda sostenible por un país. Existe mucha incertidumbre en cuanto al cálculo de este nivel, de modo que hay un gran riesgo de que países con problemas de liquidez sean considerados como experimentando una crisis de solvencia. Por lo demás, que un país se halle en una u otra situación depende en parte de las acciones de las IFI, puesto que la crisis de liquidez puede volverse una de solvencia, en ausencia de apoyo temporal. Asimismo, dado el hecho de que la distinción entre crisis de liquidez y de solvencia es difícil de establecer, la incertidumbre asociada con ello implica que se requiere un juicio de valor en cuanto a si al país debe dársele el beneficio de la duda en los casos en que no hay certidumbre acerca de la naturaleza de la crisis. En tanto que a mediados de los noventa la mayoría de las crisis eran consideradas como crisis de liquidez, en la actualidad parece que la opinión de muchos formuladores de política se inclina a tener preocupaciones de solvencia. Pienso que los costos sociales son mucho mayores si los problemas de liquidez se tratan como de solvencia, que si un problema de solvencia es tratado temporalmente como una crisis de liquidez. Desafortunadamente, parece ser que la opinión prevaleciente se inclina más por el segundo enfoque.

Otro elemento que resulta crucial para determinar la profundidad y duración de una crisis, y en alto grado para juzgar si la consideramos en definitiva como debida a un problema de liquidez o de solvencia, es la respuesta de las autoridades internas. En esos casos, cuando las políticas fueron ajustadas sustancialmente y en forma oportuna, se registró una rápida recuperación en la actividad económica, así como en la confianza y el acceso a los mercados financieros internacionales. De hecho, las crisis de los componentes de confianza y de la

cuenta de capital que se autorrealizan, implican que se necesita un sobreajuste de políticas, si se compara la situación con lo que se requeriría para resolver una crisis de cuenta corriente más tradicional. Sin embargo, por muy rápido que se elabore y se implemente un paquete comprehensivo de ajuste, resultará una tarea muy lenta comparada con una entrada de capitales. En consecuencia, el apoyo oficial durante este periodo es esencial para dar a las autoridades un respiro que les permita llevar a cabo esas acciones.

Estos argumentos implican que existe un muy amplio espacio intermedio en el que un país no calificaría para obtener una LCC, aunque *ex post* está claro que sus problemas no eran de apoyo oficial otorgado para solvencia.

A fin de que la LCC sea operativo y evitar el riesgo de enviar un número demasiado grande de países al mecanismo de la reestructuración de la Sra. Krueger, necesitamos consolidar el curso para tratar estas crisis intermedias y de liquidez en diversas dimensiones: *i)* hacer que la LCC sea un instrumento menos adverso al riesgo por parte del FMI, prolongando su vencimiento y ampliando su alcance más allá del "contagio" financiero; *ii)* incrementar las cuotas del FMI, el tamaño predeterminado de los programas del Fondo y hacer que sea menos frecuente el uso de excepciones; y *iii)* estos dos mecanismos deberían estar complementados con fondos proporcionados por el sector privado, mediante el refinanciamiento de opciones en bonos y préstamos y la inclusión de cláusulas de acción colectiva. Únicamente después que (ii) falle recurrir a la señora Krueger y su MRDS.

No obstante, me gustaría subrayar que durante las recientes discusiones sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional, se hizo demasiado hincapié en lo que concierne al diseño del MRDS. Si bien ello es comprensible teniendo en cuenta las características de la crisis argentina, también se debe hacer notar que contribuyó a distraer la atención, apartándola de los cambios necesarios para el enfoque de las crisis más comunes en forma más eficiente. Un problema similar se planteó a raíz de las crisis en Asia Oriental y Rusia, cuando nos centramos demasiado en la cuestión del contagio de economías solventes. Como consecuencia de ese proceso, terminamos con una LCC sin participantes predispuestos.

En consecuencia, de manera paralela a como se ha emprendido el desarrollo del MRDS, deberíamos estar dirigiendo también nuestros esfuerzos al desarrollo de mecanismos más eficientes para tratar las crisis en países que no son ni insolventes ni suficientemente fuertes para tener acceso a la LCC, y desentrañar las razones por las cuales los países

que cumplieron las precondiciones establecidas para el acceso a la LCC, a fin de cuentas decidieron no presentar su solicitud.

Empero, el MRDS ejercerá una importante influencia sobre la manera de manejar estos casos intermedios, dado que proporcionará credibilidad al compromiso del FMI de aportarles un apoyo limitado, puesto que ahora se cuenta con un marco para tratar la insolvencia soberana. La disponibilidad de este instrumento permitirá que haya incentivos para el desarrollo de instrumentos de mercado que promueven el ISP.

Debemos estar conscientes de que la actual situación en los mercados financieros internacionales es particularmente peligrosa, ya que hemos debilitado importantes porciones de la vieja arquitectura, en tanto que los nuevos elementos se hallan simplemente en la fase de diseño. La volatilidad que atraviesa la economía brasileña, además de las vulnerabilidades económicas y políticas internas, es un reflejo de este inseguro entorno a que tienen que hacer frente las economías emergentes. La ilustración más reciente de ello, es que durante la crisis argentina, el riesgo país fue más allá de la marca de 1700pb (puntos base), cuando ya habían transcurrido 6 meses después del comienzo de la crisis.<sup>46</sup> Ahora, Brasil, en apenas dos meses, pasó de un riesgo país de 720pb a otro de 1730pb el 21 de junio. Esta extrema incertidumbre tiene muchos orígenes, y aquí destacaré solamente los que en mi opinión son los más importantes:

- El actual sesgo hacia la renegociación de la deuda, percibido por los participantes en el mercado, a raíz de los acontecimientos en Argentina, ha incrementado la aversión al riesgo.
- La percepción del creciente riesgo que implica la actual difícil situación geopolítica.
- La volatilidad en los mercados desarrollados, asociada con los escándalos en la gestión empresarial.
- La fuerte recuperación ocurrida en muchas economías emergentes después de sus crisis en la segunda mitad de los años noventa fue apoyada por una muy dinámica economía mundial. Actualmente, el ciclo económico en los países más desarrollados está en las etapas iniciales de su fase de recuperación y encara muchos signos de interrogación.

<sup>46</sup> Hemos marcado como el comienzo de la crisis la fecha en que renunció el ministro López Murphy, cuando el IBME se mantenía en torno de los 900pb.

- Finalmente, se ha recibido un mensaje conflictivo por parte de los países del G-7 acerca de la globalización, tendencia que se promueve para los mercados emergentes, al mismo tiempo que ellos continúan con sus políticas proteccionistas.<sup>47</sup>

Dadas las significativas externalidades que los mercados financieros internacionales sufren a causa de esa extremada volatilidad en los mercados emergentes, corresponde a las IFI y a los gobiernos del G-7 jugar un importante papel de liderazgo, a fin de que la transición hacia la nueva arquitectura transcurra con suavidad. Si fracasamos en esta tentativa, corremos el riesgo de aislar a los mercados emergentes de los mercados financieros internacionales y generar una reacción negativa en los países en desarrollo contra la integración comercial y financiera. En este escenario, aun si la nueva arquitectura constituye una mejoría, llegaría demasiado tarde, ya que las economías emergentes y el interés de los inversionistas en intermediar el ahorro desde los países desarrollados hacia los que están en desarrollo disminuiría considerablemente.

## Apéndice

Cuadro A. 1

### INDICADORES MACROECONÓMICOS SELECCIONADOS DE PAÍSES EN CRISIS

*(En porcentajes)*

	<i>t-2</i>	<i>t-1</i>	<i>t</i>	<i>t+1</i>	<i>t+2</i>
Argentina (1995)					
Crecimiento real	6.3	5.8	-2.8	5.5	8.1
Balanza en cuenta corriente	-3.4	-4.3	-1.9	-2.4	-4.1
Balanza gubernamental	-0.2	-1.18	-2.3	-3.2	-2.1
Deuda pública	-29.2	31.1	35.9	37.4	36.2
Argentina (2001)					
Crecimiento real	-3.4	-0.5			
Balanza en cuenta corriente	-4.4	-3.3			
Balanza gubernamental	-4.1	-3.5			
Deuda pública	47.4	50.8			
Brasil (1998)					
Crecimiento real	2.7	3.3	0.2	0.8	4.2
Balanza en cuenta corriente	-3.0	-3.8	-4.3	-4.7	-4.2
Balanza gubernamental	-5.9	-6.1	-7.9	10.0	12.4
Deuda pública	33.3	34.6	42.4	47.0	49.2

*(sigue)*

<sup>47</sup> Ejemplos bien conocidos son el reciente incremento en las cuotas del acero y la aprobación de subsidios agrícolas en Estados Unidos y la política continua de apoyo a los granjeros en la Unión Europea.

Cuadro A. 1 (concluye)

	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Corea (1997)					
Crecimiento real	8.9	6.8	5.0	-6.7	10.9
Balanza en cuenta corriente	-1.7	-4.4	-1.7	12.7	6.0
Balanza gubernamental	1.3	1.0	-0.9	-3.8	-2.7
Deuda pública	8.4	8.0	10.4		
Filipinas (1998)					
Crecimiento real	5.8	5.2	-0.6	3.3	3.9
Balanza en cuenta corriente	-4.8	-5.3	2.4	10.0	12.4
Balanza gubernamental	-0.4	-0.8	-2.7	-4.3	-4.7
Deuda pública	53.2	55.7	66.2	59.1	
Indonesia (1997)					
Crecimiento real	8.2	8.0	4.5	-13.1	0.8
Balanza en cuenta corriente	-3.3	-3.2	-1.7	4.2	4.1
Balanza gubernamental	0.8	1.2	-1.1	-2.3	-1.5
Deuda pública	30.8	23.9	72.5	53.3	44.4
Malasia (1997)					
Crecimiento real	9.8	10.0	7.3	-7.4	5.8
Balanza en cuenta corriente	-9.7	-4.4	-5.9	13.1	15.9
Balanza gubernamental	2.2	2.3	4.1	-0.4	-3.7
Deuda pública	41.1	35.3			
México (1995)					
Crecimiento real	2.0	4.4	-6.2	5.2	6.8
Balanza en cuenta corriente	-5.8	-7.0	-0.6	-0.7	-1.9
Balanza gubernamental	0.7	-0.2	-0.2	0.3	-1.0
Deuda pública	25.3	35.3	40.8	31.1	25.8
Rusia (1998)					
Crecimiento real	-3.4	0.9	-4.9	3.2	7.5
Balanza en cuenta corriente	0.9	-0.1	-0.6	12.4	18.4
Balanza gubernamental	-8.9	-7.5	-7.0	-0.2	-4.5
Deuda pública	32.3	31.0	54.8	79.9	65.6
Tailandia (1997)					
Crecimiento real	9.3	5.9	-1.4	-10.8	4.2
Balanza en cuenta corriente	-7.8	-7.9	-2.1	12.8	10.2
Balanza gubernamental	3.0	2.5	-0.9	-2.6	-2.9
Deuda pública	4.6	3.7	4.6	10.8	20.4
Turquía (2001)					
Crecimiento real	-6.1	6.3	-9.4	3.0	
Balanza en cuenta corriente	-0.7	-4.9	2.3	-1.2	
Balanza gubernamental	-12.4	-6.9	-1.2	-3.5	
Deuda pública	61.0	57.4	93.3	77.2	

FUENTE: A. Ghosh, *et al.*, *op. cit.*, *International Financial Statistics*, varios años.

## Referencias bibliográficas

- Beddington, Francis (2002), *Reform of International Financial Architecture Back on the Agenda*, J P Morgan, Emerging Markets Research, Emerging Markets Today, marzo.
- Boorman, Jack, Timothy Lane, Marianne Schulze-Ghattas, Ales Bulir, Atish R. Ghosh, Javier Hamann, Alexiandros Mourmouras y Steven Phillips (2000), *Managing Financial Crises: The Experience in East Asia*, Fondo Monetario Internacional, junio (Documento de Trabajo 00/107).
- Calvo, Guillermo, y Carmen Reinhardt (2000), "When Capital Flows come to Sudden Stops: Consequences and Policy", en Peter Kenen y Alexander Swoboda, eds., Fondo Monetario Internacional, Washington, D. C.
- Cline, William R. (2000), *The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets*, Institute of International Finance, documento para la Conferencia de NBER sobre "Crisis Económicas y Financieras en las Economías de Mercados Emergentes", octubre.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti y Nouriel Roubini (1998), *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, enero.
- Detragiache, Enrica, y Antonio Spilimbergo (2001), *Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation*, Fondo Monetario Internacional, enero (Documento de Trabajo 01/2).
- Diamond, Douglas W., y Philip H. Dybvig (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, nº 3, junio.
- Dornbusch, R., y A. Werner (1994), "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 1.
- Edwards, Sebastian (2000), *Contagion*, versión revisada de la conferencia sobre "Economía Mundial de 1999", dada en la Universidad de Nottingham, el 28 de octubre de 1999, febrero.
- Eichengreen, Barry (2001), *Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?*, Banco Mundial, Global Development Finance 2002, octubre.
- Eichengreen, Barry (2002), *Crisis Resolution: Why We Need a Krueger-Like Process to Obtain a Taylor-Like Result*, Universidad de California, Berkeley, documento para la conferencia del Instituto de Economía Internacional sobre "Ejercicio de Deuda Soberana: Esperanzas y Riesgos", abril.
- Eichengreen, Barry, y Helen N. Pardee (2001), *An End to Argentina's Misery*, Universidad de California, Berkeley, diciembre.
- Feldstein, Martin (2002), *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of*

- Prevention and Management*, Oficina Nacional de Investigación Económica, marzo (Documento de Trabajo, n° 8837).
- Fischer, Stanley (2000), *Strengthening Crisis Prevention: The Role of Contingent Credit Lines*, Fondo Monetario Internacional, documento para la Conferencia del 75º Aniversario del Banco de México, noviembre.
- Fischer, Stanley (2001), *The International Financial System: Crises and Reform*, Fondo Monetario Internacional, conferencias preparadas para darlas en la London School of Economics, octubre.
- Fondo Monetario Internacional, Departamento de Relaciones Externas (2002), *Declaración de la Comisión Monetaria y Financiera Internacional de la Junta de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional*, Fondo Monetario Internacional, abril.
- Forbes, Kristin, y Roberto Rigobon, "Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues", en Stijn Claessens y Kristin Forbes, eds., *International Financial Contagion*, Kluwer, 2001.
- Fraga, Arminio, y Daniel L. Gleizer (2001), *Constrained Discretion and Collective Action Problems: Reflections on the Resolution of International Financial Crises*, Banco Central de Brasil, noviembre.
- Ghosh, Atish, Timothy Lane, Marianne Schultze-Ghattas, Ales Bulir, Javier Hamann, y Alex Mourmouras (2002), *IMF-Supported Programs in Capital Account Crises*, Fondo Monetario Internacional (Documento Ocasional, n° 210).
- Goldstein, Morris (2000), *IMF Structural Programs*, Instituto para la Economía Internacional, documento por la conferencia de la NBER sobre "Crisis Económicas y Financieras en Economías de Mercado Emergente", octubre.
- Goodhart, Charles, y Gerhard Illing (2002), *Financial Crises, Contagion The Resolution of International and the Lender of Last Resort*, Oxford University Press.
- Haldane, Andy, y Mark Krueger (2001), *The Resolution of International Financial Crises: Private Finance and Public Funds*, Banco de Canadá, noviembre (Documento de Trabajo 2001-20).
- Junta Ejecutiva del MRDS (2002), *A Sovereign Debt Restructuring Mechanism: Further Reflections and Future Work*, FO/DIS, febrero.
- Kamin, Steven B. (2001), *Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets*, Junta de la Reserva Federal, diciembre.
- Kenen, Peter B. (2000), *Financial Sector Reform in Emerging-Market Countries: Getting the Incentives Right*, Universidad de Princeton, observaciones preparadas para el panel de discusión sobre el "Reforzamiento de la Resistencia de los Mercados Financieros Globales", Patrocinado por la Fundación Per Jacobsson, junio.
- Ortiz Martínez, Guillermo (2002), "Comment", en Martin Feldstein, ed., *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, Chicago: University of Chicago Press (por publicarse).
- Perry, Guillermo, y Luis Servén (2002), *The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn from It?*, Banco Mundial, mayo.
- Porzecanski, Arturo (2002), *A Critique of Sovereign Bankruptcy Initiatives*, ABN AMRO.
- Radelet, Steven, y Jeffrey Sachs (1998), *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*, Instituto Harvard para el Desarrollo Internacional, abril.
- Rogoff, Kenneth, y Jeromin Zettelmeyer (2002), *Early Ideas on Sovereign Bankruptcy Reorganization: A Survey*, Fondo Monetario Internacional, marzo (Documento de Trabajo 02/57).
- Roubini, Nouriel (2002), *Do We Need a New International Bankruptcy Regime?: Comments on Bulow, Sachs and White*, Escuela de Economía Stern, Universidad de Nueva York, NBER y CEPR, abril.
- Sachs, Jeffrey (1998), *Creditor Panics: Causes and Remedies*, Universidad de Harvard, nota preparada para la conferencia Cato sobre "Dinero en el Nuevo Milenio", octubre.
- Sachs, Jeffrey (2002), *Resolving the Debt Crisis of Low Income Countries*, Universidad de Harvard, preparado para el panel Brookings sobre la actividad económica, "Symposium: A Bankruptcy Court for Sovereign Debt", marzo.
- Sachs, Jeffrey, y Steven Radelet (1998), *The Onset of the East Asian Financial Crisis*, Instituto Harvard para el Desarrollo Internacional, marzo.
- Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell y Andrés Velasco (1995), *Lessons from Mexico*, Oficina Nacional para la Investigación Económica, marzo.
- Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell y Andrés Velasco (1995), *The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?*, Oficina Nacional para la Investigación Económica, junio (Documento de Trabajo, n° 5124).
- Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell y Andrés Velasco (1996), *Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995*, Oficina Nacional para la Investigación Económica, mayo (Documento de Trabajo, n° 5576).
- Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell y Andrés Velasco (1996), *The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?*, Oficina Nacional de Investigación Económica, mayo (Documento de Trabajo, n° 5563).
- Taylor, John B. (2002), *Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective*, Departamento de la Tesorería, Conferencia para el Instituto de Eco-

nomía Internacional sobre “Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards”, abril.  
Tirole, J. (2002), *Financial Crises, Liquidity Provision and the International Monetary System*, Princeton University Press (por publicarse).

White, Michelle J. (2002), *Sovereigns in Distress: Do They Need Bankruptcy?*, Universidad de California, San Diego, Documento para el Panel de la Brookings sobre la Actividad Económica, abril.

## Extractos seleccionados del documento de discusión general del seminario de Madrid\*\*

### I. Introducción

A causa sobre todo del interés en la integración regional que se ha derivado de la introducción del euro y por haberse completado la Unión Económica y Monetaria (UEM) en Europa, se organizó un seminario el 24 de mayo de 2002, por el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de España, a fin de sostener un diálogo de alto nivel entre el Euro-sistema y los bancos centrales de América Latina, en el que se discutieron cuestiones de interés común para las dos regiones.

Con objeto de preparar este seminario, el BCE organizó un taller los días 21 y 22 de marzo con representantes del Eurosistema y de los bancos centrales de los países latinoamericanos, así como de las organizaciones regionales concernientes (Banco Interamericano de Desarrollo, CEMLA y la Comisión Europea). Las principales ideas que se presentaron en el taller, derivadas de la experiencia europea y referentes a aspectos relevantes para el proceso de integración regional en América Latina, fueron sintetizadas en una nota preparada por el BCE y el Banco de España. En esta nota, dispuesta para el seminario de Madrid, destacan tres áreas: la integración regional en América Latina y Europa, las políticas monetaria y de tipo de cambio, así como cuestiones del sector financiero.

\* El Banco de España y el Banco Central Europeo organizaron en Madrid, el 24 de mayo de 2002, un seminario sobre "El Eurosistema y los Bancos Centrales de América Latina". En esta sección publicamos, con las debidas autorizaciones, tres de los documentos presentados, a saber: *i*) una nota que sintetiza el documento de discusión general del seminario; *ii*) la ponencia del doctor Eugenio Domingo Solans; y *iii*) el documento de discusión preparado por el doctor Kenneth Coates, director general del CEMLA.

\*\* Traduce y publica el CEMLA esta nota parcial del documento de discusión general del seminario. La nota completa aparecerá en una edición especial del seminario de Madrid, que será publicada en fecha próxima.

### II. Estado actual de la integración regional en América Latina, lecciones potenciales de Europa y posibles vías de progreso para América Latina

Una comparación entre las experiencias de integración europea y latinoamericana revela ciertas analogías y muchas diferencias. Cuando se consideran más detalladamente recientes acontecimientos en las condiciones prevalecientes para la integración regional de América Latina, se disciernen varias tendencias:

- No existe todavía en América Latina un patrón único para la integración regional. Hay, al menos, dos modelos. Las relaciones entre México y los países centroamericanos exhiben principalmente un patrón Norte-Sur, acompañado de estrechos lazos con Estados Unidos. Asimismo, la integración comercial y financiera en el contexto Norte-Sur progresa regularmente, de conformidad con el buen desempeño de la economía estadounidense. Por contraste, la mayoría de los países sudamericanos, económicamente menos abiertos y con un comercio y vínculos financieros geográficamente diversificados Estados Unidos, Unión Europea (UE), Asia/Pacífico), realizaron solamente algunos progresos en la integración Sur-Sur (o sea, el Mercado Común del Sur [Mercosur]) en los años de la década que se inició en 1990. La falta de consolidación de los progresos hechos en las interdependencias comerciales y financieras Sur-Sur impidió que este modelo avanzara a pasos más rápidos. Vale la pena hacer notar que en el contexto Norte-Sur, la economía de Estados Unidos es claramente la locomotora y ancla económica, mientras que en el contexto Sur-Sur, no hay un país que por sí sólo parezca tener la suficiente estabilidad y madurez económica para desempeñar esta función de ancla.

- El interés en la integración regional, que no ha figurado a la cabeza de la agenda política de mu-

chos países, se ha atascado en años recientes, a raíz de las crisis financieras en varios países. Esto es comprensible, dado que las crisis nacionales requieren de los formuladores de política concentrarse en las cuestiones específicas del país, con lo que se desplaza a las políticas más orientadas hacia fuera, incluida la integración regional. Un hecho ilustrativo es que cierto número de países latinoamericanos han sustituido, presionados por el mercado, los tipos de cambio flotante por regímenes de vinculación ajustable, en un esfuerzo por enfocar las respuestas de política interna hacia la inestabilidad macroeconómica (véase más adelante la sección dedicada a las políticas monetaria y de tipo de cambio). Asimismo, los progresos registrados en la integración comercial en los años noventa parece que enfrentan ciertos desafíos. Por ejemplo, para los miembros individuales del Mercosur, incluidos los miembros asociados como Bolivia y Chile, las exportaciones en relación con el PIB, dirigidas a los otros miembros, fueron de sólo 4.1%, contra 9% para los miembros de la Comunidad Económica Europea en 1970. El actual nivel de integración comercial es, al parecer, demasiado bajo para desencadenar una mayor liberalización comercial en el seno de la región. No solamente el grado de apertura comercial en conjunto es bajo comparado con otras regiones (por ejemplo, en 1997, la relación exportaciones/PIB para los cuatro miembros del Mercosur tomados en conjunto era de 13% contra 37% para los 15 países de la Unión Europea), sino que además el comercio intrarregional y los vínculos financieros son más reducidos que los extrarregionales. Del mismo modo, la significativa participación de los productos básicos en los ingresos por exportación (en contraste con el comercio de la UE, un gran porcentaje del comercio latinoamericano consiste en productos primarios o de 'primer nivel' de procesamiento), lo que implica que los cambios en los precios mundiales de los productos básicos desempeñan un gran papel en la volatilidad de los términos del intercambio de los países de América Latina, y permite que los tipos de cambio desempeñen un papel útil como variable de ajuste. Además, como consecuencia de la naturaleza especializada, no complementaria, de las estructuras económicas en los países latinoamericanos, combinada con el limitado comercio intraindustrial en manufacturas, la composición comercial de los países ha sido muy diversa. Esto implica un bajo nivel de sincronización de los ciclos económicos nacionales durante el periodo reciente, por contraste con los acontecimientos que se han observado no sólo en Europa, sino también en Asia.

- Los lentos progresos de la integración regional son atribuibles no solamente a acontecimientos económicos y financieros desfavorables, así como a las características específicas que se dan en los países latinoamericanos, sino que también pueden achacarse a la insuficiente cooperación institucional para apuntalar la integración. Se han desarrollado ciertas coordinaciones regionales y disposiciones institucionales para reforzar la integración comercial, pero se necesita hacer mucho más si se quiere avanzar por el camino de la integración. En conjunto, los apoyos institucionales y legales que reflejan el compromiso político para el progreso continuado de la integración regional, como por ejemplo una organización que diseñaría y coordinaría las medidas de liberalización, han sido débiles en los acuerdos comerciales latinoamericanos. Este es un aspecto que vale la pena hacer notar, puesto que la integración institucional es a la vez reflejo y factor de peso tras la integración económica y financiera. Como se explica más pormenorizadamente en la siguiente sección, la experiencia de la UE ejemplifica esta noción de "endogeneidad" de la integración, lo que significa que una más estrecha integración institucional (por ejemplo, mecanismos para la vigilancia multilateral regional, y marcos reguladores en las áreas del comercio y las finanzas) puede atenuar las constricciones que obstaculizan nuevos progresos por el camino de la integración económica y financiera.

Si bien la experiencia europea es generalmente considerada como uno de los procesos de integración regional más avanzados, debe reconocerse también que tiene un carácter único y no se puede transponer fácilmente a otras regiones del mundo. Las principales características del proceso de integración europeo, que en el taller se subrayaron como teniendo relevancia para evaluar las perspectivas de integración en otras regiones, son las siguientes:

- Desde el principio mismo, el proceso de la integración europea ha sido motivado por consideraciones políticas, en particular la necesidad de preservar y promover la paz en Europa por medio de una creciente cooperación e interdependencia entre los países de la región. Sin embargo, aunque estas motivaciones políticas proporcionaron al proceso en su totalidad un objetivo último, el hecho es que Europa constituía un área natural para la integración económica, y el principal instrumento para alcanzar este objetivo fue lógicamente desplegado en las áreas comercial, económica, monetaria y financiera. Debe señalarse también que, no obstante esa voluntad política, el proceso fue largo (ya ha

durado más de 50 años) y desigual. Como se mencionó más arriba, la experiencia europea ilustra el argumento de la “endogeneidad” de la integración, ya que el fuerte compromiso político hizo posible mantener una interacción positiva, a pesar de que se registraron ocasionales decaimientos entre la integración económica/comercial y la paralela integración institucional. La adopción del euro, vista como la culminación de la cooperación europea en política monetaria y de tipo de cambio que se inició en los años setenta, confirma la importancia de los desarrollos endógenos en el proceso de integración regional. En particular, el impulso hacia la adopción de una sola moneda adquirió mayor fuerza en las postrimerías de los años ochenta y noventa, a causa de la positiva interacción entre la integración real financiera e institucional. La advertida necesidad de anclar la Alemania reunificada dentro de la UE proporcionó un empuje adicional.

- Los desarrollos endógenos fueron fundamentalmente facilitados por los fuertes apoyos institucionales y legales. Contrariamente a otros acuerdos regionales de cooperación, el continuo compromiso político hizo posible la transferencia de soberanía a nivel supranacional, tanto a nivel de los organismos intergubernamentales como de las instituciones comunitarias, para guiar y estimular el proceso de integración. Como consecuencia, la UE tiene más instituciones (entre otras, Parlamento Europeo, Consejo Europeo, Comisión Europea, Tribunal de Justicia Europeo, Banco Central Europeo), más mecanismos para la toma de decisiones y más actores políticos de los que se encuentran en cualquier otro marco regional. Asimismo, las otras estructuras cooperativas no cuentan con tan amplia serie de responsabilidades políticas como la UE. Esto refleja, *inter alia*, la creación de un gran mercado único con libre movimiento de bienes, servicios, capital, y trabajo. A fin de cosechar los beneficios (por ejemplo, economías de escala, perfeccionada competencia) asociados con un gran mercado interno, y una amplia área legal, fue necesario desarrollar un marco de coordinación reguladora y política, dado que las economías de mercado sólidas y eficientes requieren fuertes soportes institucionales.

- El proceso de integración europea en su totalidad no debe ser considerado como la implementación de un “gran esquema” predesignado, sino, para hacer una descripción más apta, como una empresa a base de “tentativas exitosas y erróneas”. Sin embargo, visto en retrospectiva, parece que la positiva interacción entre los soportes políticos, institucionales y legales, por una parte, y la integra-

ción comercial, económica y monetaria, por otra, han permitido que Europa en general cumpla con las fases acordadas de la integración económica, las cuales implicaban la secuencial creación de un área de libre comercio y una unión aduanera (1968), la liberalización de las cuentas de capital (1990), un mercado común (1992), y la unión económica y monetaria (1999). Otros componentes predeterminados de la integración, como la coordinación de la política económica y la cooperación de la política de tipo de cambio fueron desarrollados paralelamente, con episodios de reveses y crisis temporales.

- Desde el principio mismo, el proceso de integración económica europea no fue considerado como un proyecto hacia dentro, sino también como un vehículo para facilitar una integración internacional más amplia, como parte del proceso de globalización. Así, las restricciones a las operaciones de cuenta de capital han sido suprimidas, tanto en el interior como fuera de las fronteras de la UE. Con respecto al comercio internacional, la UE ha concertado y sigue concertando acuerdos bilaterales con terceros países y áreas de libre comercio. Una consideración relevante tras esta posición es que los incentivos para la liberalización interna y sus beneficios son similares a los asociados con la liberalización global. Además, un gran mercado interno para el área del euro es menos vulnerable y más apto a la recuperación ante sucesos potencialmente disruptivos en la economía global.

¿Pueden derivarse lecciones para América Latina de la experiencia de integración europea? Para responder a esta pregunta y examinar las posibles vías de avance para la integración regional en América Latina, debe establecerse una distinción entre México y posiblemente también países de América Central, por una parte, y los países sudamericanos, por otra. Aunque plenamente conscientes del riesgo de simplificación excesiva, en términos generales pueden tomarse en consideración dos modelos de cooperación regional: Norte-Sur y Sur-Sur, respectivamente:

- Con respecto a la cooperación Norte-Sur, parece probable que continúe progresando la integración comercial y financiera en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), dados los fuertes vínculos que se han desarrollado ya entre la economía mexicana y los otros socios del TLCAN y las favorables perspectivas de crecimiento para América del Norte. Sin embargo, más allá de la participación en un área de libre comercio, surge la duda en cuanto a futuros

progresos del TLCAN hacia una cooperación económica y monetaria más estrecha. Dos factores parecen apoyar esta opinión. Primero, dado el tamaño de Estados Unidos, el TLCAN es un marco de cooperación menos simétrico que otros acuerdos regionales, por ejemplo, UE, ASEAN (Asociación de Naciones del Asia Sudoriental). Segundo, asimismo, comparado con otros acuerdos regionales, el componente institucional del TLCAN sigue siendo muy débil, probablemente buscado con deliberación. Además, parece que la preparación política para compartir competencias es muy pequeña, sin hablar de soberanía, por medio de la participación en la vigilancia macroeconómica mutua o el diseño de soportes legales y reguladores comunes. Esto parece ser particularmente el caso en el área de la integración monetaria, puesto que Estados Unidos, hasta ahora, se ha mostrado muy renuente a compartir competencias en este campo. Esa es la razón de que la dolarización unilateral haya sido vista por algunos como la única opción política disponible para ciertos países centroamericanos. Los países que dieron este paso ciertamente desarrollaron fuertes vínculos comerciales y financieros con la economía de Estados Unidos. Sin embargo, no han logrado obtener suficiente credibilidad en la política interna siguiendo este camino.

- En lo que se refiere a la cooperación regional Sur-Sur, la cuestión principal es como resolver el reciente estancamiento en la integración comercial y alcanzar nuevos progresos. Un primer elemento que debe tomarse en consideración es que, al menos en la fase inicial, la integración comercial Norte-Sur y Sur-Sur no deben verse como mutuamente excluyentes. Teniendo en cuenta que la mayoría de las economías sudamericanas exhiben patrones de comercio externo geográficamente diversificados, lo más probable es que se beneficien de ganancias en eficiencia a través de las medidas de liberalización adoptadas en el contexto del área en toda su extensión, así como de acuerdos comerciales (incluidos los globales) fuera del área. Esto se aplicaría, entre otras al Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA). De la misma manera, dependiendo de condiciones internas específicas, los países individuales pueden sentirse interesados en participar en acuerdos comerciales con la UE y países de la región Asia/Pacífico (por ejemplo, ASEAN, APEC). En el proceso de abrir sus economías e integrarse más profundamente en el comercio global y las relaciones financieras, los países sudamericanos probablemente experimentarán una intensificación del comercio intrarregional y de las vinculaciones financieras. Ese resultado sería similar a la tendencia observada en Asia, donde la integración

global ha ido acompañada de una creciente interdependencia intrarregional. Por ejemplo, el comercio intrarregional del Mercosur pasó de 9% del comercio total del Mercosur en 1990 (cuando se estableció ese esquema de integración) a 25% en 1998, a una tasa mayor que el comercio latinoamericano o mundial en el mismo periodo. En cierta fase de este proceso, es probable que se creen condiciones que hagan de una integración regional más estrecha, a la vez un esquema atractivo en términos económicos y deseable en términos político/institucionales. En esta perspectiva, la cooperación Sur-Sur parece ofrecer mejores perspectivas de integración que vayan más allá de los acuerdos comerciales, dado que podría desarrollarse en el marco de una estructura más simétrica.

- Sin esperar, empero, a que ocurran acontecimientos más positivos en la integración comercial de la región, podrían explorarse formas de promover la cooperación institucional. La experiencia de la UE demuestra que la vigilancia regional multilateral puede ser un medio de hacer que proliferen políticas orientadas a la estabilidad y a mejores prácticas en otras áreas de política relevantes (por ejemplo, políticas estructurales y financieras, así como infraestructuras institucionales y de mercado). El hecho de que varios países sudamericanos hayan tenido éxito, durante un periodo reciente, en el desarrollo de estructuras políticas internas creíbles, podría ser un desarrollo útil también para hacer mayor hincapié en la presión a los socios mediante mecanismos de vigilancia mutua más formalizada. Ello podría constituir una manera de reducir la probabilidad de choques políticamente inducidos en la región, y favorecería una evolución más estable y menos disruptiva a lo largo del tiempo.

### **III. Políticas monetaria y cambiaria: elementos simplificados para el caso de los países latinoamericanos, la experiencia europea**

La reciente experiencia de los países de América Latina con los *cambios de régimen* del tipo de cambio identifica cuestiones relevantes sobre *futuros desarrollos políticos* en esta área. En el curso de los años de la década que se inició en 1990, muchos países de América Latina realizaron sustanciales progresos en la estabilización de sus economías, al mismo tiempo que liberalizaron sus cuentas de capital y se embarcaron en un programa de privatizaciones y desregulación financiera. Como ancla monetaria para este proceso, la mayoría de los países decidió

adoptar regímenes de tipo de cambio fijo o intermedio. Este cambio de régimen, así como las expectativas positivas que despertaba, llevaron a un notable incremento de la afluencia de capitales internacionales. Estas afluencias provocaron tensiones en los regímenes de tipo de cambio a causa, entre otras, de la llamada “trinidad imposible”. Aunque la mayoría de los países tuvo que discontinuar la vinculación monetaria como resultado de las crisis financieras, los regímenes intermedios alcanzaron en general su objetivo de reducir la inflación a niveles moderados y esto facilitó posteriormente, en ciertos países, un cambio relativamente exitoso hacia las anclas internas. Las anclas del tipo de cambio fueron abandonadas en favor de regímenes de tipo de cambio flotante en la mayoría de los casos (en un esfuerzo por lograr políticas monetaria y de tipo de cambio independientes), en tanto que en un número reducido de casos se optó por la dolarización.

A pesar de la similitud de los problemas y desafíos que tuvieron que enfrentar los países latinoamericanos con regímenes de tipo de cambio vinculados (por ejemplo, liberalización del mercado financiero, privatización, desregulación, cambio en los productos básicos y problemas de deuda), la estabilización del tipo de cambio regional no fue explorada en forma significativa. Contrariamente a los países de la UE, se tiene la impresión de que los países latinoamericanos no encontraron razones que les impulsaran a explorar métodos que les permitieran limitar la volatilidad del tipo de cambio. Varios factores pueden haber contribuido a esto:

- Primero, como ya se explicó, las características relacionadas con el comercio de los países latinoamericanos difieren notablemente de las que tenían los miembros de la UE cuando se embarcaron en una mayor cooperación monetaria y de tipo de cambio (véase sección II). El nivel relativamente bajo del comercio intrarregional en América Latina (incluso entre los grupos subregionales individuales), quiere decir que su necesidad de cooperación de tipo de cambio es muy inferior. Por contraste, la cooperación en tipo de cambio en Europa, a raíz de la desaparición del sistema de Bretton Woods era indispensable si se quería preservar el impulso hacia un mercado común. Además, si bien los países latinoamericanos son exportadores de productos primarios (como también se mencionó en la sección II), la *dirección* de los choques no es uniforme a través de los países, a causa de los diferentes ciclos de precios de los productos en cuestión (por ejemplo, cobre, petróleo, café). Como resultado, el papel del tipo de cambio como absorbente

de choques es considerado crucial en la mayoría de los países de la región.

- Segundo, mientras que los países europeos se proveen mutuamente de sustanciales cantidades de capital, el componente regional de las afluencias de capital a los países de América Latina es muy pequeño. Lo que es más, la dependencia de financiamiento de capital extranjero se exagera también por el hecho de que estos países son en gran medida incapaces de obtener préstamos en su propia moneda, fenómeno que se conoce como el ‘pecado original’.

- Tercero, desde una perspectiva pragmática, América Latina, contrariamente a la UE, carece de una gran moneda ancla con baja inflación, para concertar un acuerdo regional del tipo que el Deutsche Mark ofreció al Sistema Monetario Europeo. Si Estados Unidos, para desempeñar ese papel adecuadamente está sujeta a duda. En favor del dólar Estados Unidos milita el hecho de que varios países latinoamericanos están fuertemente dolarizados (*de facto o de jure*), y asimismo que el dólar es la denominación del grueso de las afluencias de capital y de la mayoría de la Estados Unidos, sino con otros países, o de hecho están relativamente cerrados al comercio. Asimismo, la sincronización cíclica con Estados Unidos es muy pequeña o aun negativa, excepto en lo que concierne a México y algunos países centroamericanos, posiblemente a causa de los efectos opuestos que los choques en los precios de los productos básicos tienen sobre los términos del intercambio de Estados Unidos y los países de América Latina. Políticamente también, existe cierta renuencia por parte de varios países.

- Finalmente, las bajas expectativas de sostenibilidad pueden también contribuir a que se rechace un acuerdo regional. Al igual que una vinculación convencional, un acuerdo de vinculación regional es vulnerable a los ataques especulativos allí donde se identifican inconsistencias políticas, particularmente debilidades fiscales. A este respecto, la percepción de una débil disciplina fiscal puede bastar para minar el compromiso de un acuerdo regional.

#### **IV. Elementos simplificados del sistema financiero latinoamericano**

Existe un amplio consenso entre economistas y formuladores de política sobre el hecho de que el sistema financiero desempeña un papel crucial en el desarrollo de un país, así como en el logro de un

crecimiento económico sostenible. En la última década, los países de América Latina han realizado generalmente progresos sustanciales en el desarrollo de sus sistemas financieros, si bien se requiere hacer mucho más en este campo.

Latinoamérica en conjunto no tiene todavía más que un sistema financiero relativamente subdesarrollado, en comparación con otros países de niveles de ingreso de capital similares, aunque las diferencias entre países son de consideración. A este respecto, resulta interesante comparar el sistema financiero de la región con los de las dos áreas emergentes principales: Asia Sudoriental y Europa Central y Oriental. El tamaño financiero de América Latina, medido por la suma de activos bancarios, bonos vigentes y capitalización del mercado bursátil con relación al PIB, es más pequeño en promedio que el de Asia Sudoriental, pero comparable al de Europa Central y Oriental. En cuanto a la eficiencia del sistema bancario, también parece ser inferior a la de Asia Sudoriental y Europa Central y Oriental, cuando se la mide por el diferencial entre tasas de préstamo y de interés de depósito, o bien con los ingresos netos por tasa de interés de los bancos. Los datos disponibles indican que la eficiencia del mercado de valores, en términos de cifra de negocios, es asimismo más baja.

En la estructura financiera de los países latinoamericanos, los bancos generalmente desempeñan el papel más importante, aunque los mercados de capital internos registraron un desarrollo relativamente rápido durante la década de los años noventa. Esta tendencia es similar a la de Europa Central y Oriental, en tanto que Asia Sudoriental posee una estructura financiera más equilibrada, con mercados de capital mayores.

El relativamente bajo desarrollo del sistema financiero interno, comparado con el de otras regiones emergentes, se explica parcialmente por el entorno de elevada inflación del pasado, la volatilidad macroeconómica, que sigue siendo alta todavía hoy en algunos países, y la baja relación del ahorro interno, lo que hace a la región más dependiente del capital extranjero. La creciente dolarización en la mayoría de los países también contribuye a su vulnerabilidad, a causa de los potenciales desajustes que crea en las hojas de balance de los bancos o de sus clientes, particularmente como consecuencia de los préstamos bancarios en moneda extranjera al sector no financiero de las repúblicas, particularmente los bancos centrales, también han desempeñado un papel crucial en el desarrollo, y mejorado el funcionamiento de los sistemas bancarios de América Latina. La independencia del banco central ha sido objeto de promoción y la política monetaria en la

mayoría de los países está orientada cada vez más hacia la estabilidad de los precios, más bien que hacia objetivos de tipo de cambio externo. Teniendo como telón de fondo problemas de crisis en varios países, la estabilidad financiera se ha vuelto cada vez más importante para las autoridades como objetivo político. En muchos de los países se han introducido explícitamente esquemas de seguro de depósito y, como se mencionó anteriormente, la regulación y supervisión bancarias han sido reforzadas sustancialmente, si bien subsisten significativas diferencias entre los países. En lo que se refiere a los sistemas de pagos, los bancos centrales están desempeñando un papel clave en muchos casos. Asimismo, los bancos centrales están implicados, directa o indirectamente, en el desarrollo de los mercados de deuda locales.

El crédito privado, como proporción del PIB, es bajo en muchos países de la región, con la excepción de Chile.

Varios factores ayudan a explicar esta situación. Primero, las crisis bancarias han conducido a compresiones del crédito en ciertos países. Segundo, instituciones paralelas al sistema bancario, generalmente sujetas a una supervisión y regulación menos severas, financian al sector privado en varios países. Tercero, del lado de la oferta, la regulación y supervisión bancaria estrictas introducidas en muchos de los países, han dado por resultado un comportamiento más prudente por parte de los bancos, lo cual puede reducir temporalmente la cantidad de crédito otorgado. Cuarto, en algunos casos, un marco institucional débil, con derechos cortos para los acreedores y cambios en las reglas del juego, en particular en lo que se refiere a los derechos de propiedad, determina la tendencia en los bancos de mostrarse renuentes a suministrar crédito al sector privado. Quinto, el financiamiento del sector público por medio de los bancos internos es todavía elevado en algunos de los países más grandes, lo que inevitablemente lleva al desplazamiento del financiamiento al sector privado. Finalmente, del lado de la demanda, las muy altas tasas de interés reales en la mayoría de los países, a veces refleja una amalgama de políticas desequilibrada y, en algunos casos, el "problema del peso" tiende a desanimar la demanda de crédito.

En suma, aunque la mayoría de los países latinoamericanos muestran todavía un relativamente bajo grado de desarrollo del sistema financiero con respecto a los países de niveles de ingreso *per capita* similares, y si se admiten las diferencias entre los países latinoamericanos, debe reconocerse que se han registrado notables logros en recientes décadas. Su tamaño y eficiencia se han incrementado,

no obstante las crisis bancarias. Sin embargo, la vulnerabilidad de la mayoría de los países de la región y el papel crucial del sector financiero requiere que se limite esta vulnerabilidad y se den pasos en dirección de una mayor perseverancia, así como acciones decisivas. El curso a seguir más prometedor por las autoridades latinoamericanas parece ser: el mantenimiento de una estricta regulación y supervisión de los sistemas financieros y el papel de los bancos centrales en el mantenimiento de la estabilidad orientada hacia las políticas macroeco-

nómicas y el desarrollo del sistema financiero en general; la estabilidad y el fortalecimiento del entorno legal e institucional; una eficiencia realizada de bancos e instituciones financieras no bancarias, y el incremento del funcionamiento de intermediación; el desarrollo de los mercados de bonos en moneda interna y preferiblemente no indizados; reforma de pensiones y otras fuentes de inversión institucional, que deben crear una demanda suficiente para el crecimiento de los mercados de capital internos.

# Integración monetaria en Europa: experiencias pasadas y presentes\*

*Eugenio Domingo Solans*

Es un placer dirigirme a ustedes como orador designado en esta tarde durante el seminario sobre “El Eurosistema y los Bancos Centrales de América Latina”.

“Europa será construida a través de logros concretos”, escribió Robert Schuman en su declaración del 9 de mayo de 1950, momento inicial del proceso de integración europea. Algunos años más tarde, otro gran europeo, Jacques Rueff, especificó y pronosticó: “*L’Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas*” [Europa se construirá por la moneda o no se construirá]. Medio siglo después, el éxito obtenido en el reemplazo del dinero en efectivo expresado en euros, que es la más lógica y compleja operación jamás llevada a cabo en tiempos de paz, como se dijo, marca la culminación funcional de la integración monetaria Europea.

Digo “culminación funcional de la integración monetaria Europea” debido a que la culminación geográfica aún está por venir. Si, como deseo y creo, tenemos éxitos en integrar a los países aún por ingresar a la Unión Europea y a los países en ascenso, el área del euro se convertirá, con mucho, en la región económica más importante del mundo.

Una conclusión que podemos extraer de la experiencia europea es que una completa integración monetaria es el resultado final de un largo proceso de coordinación, armonización y cooperación económicas previas en muchas áreas, incluyendo la coordinación de los tipos de cambio mismos: la unión aduanal, un mercado único de bienes, servicios y factores de producción, etc. En particular, una convergencia macroeconómica nominal, sostenible y durable es una precondition para la integración monetaria. Permítanme subrayar las ideas de durabilidad y sostenibilidad cuando me refiero

a la convergencia nominal como una precondition para la integración monetaria, de acuerdo con el artículo 109 J y el artículo 1 del protocolo número 6 del tratado de Maastricht. Al enfatizar este punto, yo, por supuesto, tengo en mente el futuro acceso a la Unión Europea de nuevos países de la Europa central y oriental.

Como mencioné previamente, cierto grado de coordinación cambiaria es también un paso que hay que dar cuando se construye una integración económica para que eventualmente se logre una completa integración monetaria. Las experiencias pasadas de la Europa de la “Serpiente” (1972-78) que resultaron del informe Werner (1970) y el mecanismo de tipos de cambio (ERM) del Sistema Monetario Europeo (EMS) (desde 1979) son claros ejemplos de una apropiada coordinación monetaria hecha para seguir el camino hacia lograr mayores objetivos en el proceso de una integración monetaria y económica.

En este sentido y por el proceso de agrandamiento vale la pena mencionar que uno de los criterios nominales de convergencia de Maastricht que debían completarse para unirse al área del euro, es la observancia de los márgenes de flujos nominales proporcionados por el ERM del EMS (lo que ahora se conoce como ERM II) por un periodo de al menos dos años, sin devaluar en contra de cualquier divisa de cualquier estado miembro.

No he olvidado que muchos reajustes cambiarios ocurrieron en el ERM, especialmente en los años noventa, cuando, y en parte por, la libre circulación de capital se convirtió en una realidad. De hecho, yo era uno de los cuatro miembros de la Comisión Ejecutiva del Banco de España cuando ocurrió el último realineamiento del tipo de cambio de la peseta en marzo de 1995. Como ya dije anteriormente la existencia de estos realineamientos del ERM es una clara evidencia de la imposibilidad de vincular los tipos de cambio sin comprometerse con ciertas condiciones económicas.

Más aún, los realineamientos del ERM, decididos

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, la presentación realizada por E. Domingo Solans, miembro del Consejo de Gobierno y de la Junta Ejecutiva, del Banco Central Europeo, durante el seminario sobre “El Eurosistema y los Bancos Centrales de América Latina”, celebrado en Madrid, el 24 de mayo de 2002.

en Bruselas después de complejos y exigentes procedimientos, en un ambiente de “absoluta presión”, llevaban consigo la confirmación de la existencia de un sólido compromiso con la estabilidad cambiaria en el contexto de un mercado común europeo. Este es un punto crucial en cualquier proceso de integración regional económica. Solamente a base de evitar una excesiva volatilidad en los tipos de cambio y, por supuesto, devaluaciones competitivas, se puede lograr que un mercado común funcione tranquilo y sin mayores distracciones. Al mismo tiempo, los realineamientos del ERM, fueron evidencia de la capacidad del sistema para acomodar *los choques* externos a través de los tipos de cambio. El ERM fue un gran *absorbedor de choques* y logró un buen balance entre el compromiso y la flexibilidad. Fue un factor clave para el éxito de la integración monetaria europea.

Una vez que la integración monetaria se haya completado, o incluso antes, vale la pena considerar las condiciones que permiten que la situación sea sostenible. En otras palabras, cabe discutir la cuestión de “una tarifa única para todos.” De hecho, este es probablemente el debate crucial de política dentro del contexto de la red de “áreas monetarias óptimas.” Anteriormente, toqué el tema de la convergencia nominal. Ahora permítanme concentrarme en tres aspectos de este amplio debate político y analítico, de los cuales los primeros dos son del dominio público en este campo y el tercero es más bien un punto de vista muy personal sobre esta cuestión.

La talla única sí sirve para todos, siempre y cuando se cumplan tres condiciones clave: que el grado de sincronización de los ciclos de las economías regionales sea suficientemente alto; que los mercados de productos y de factores de la producción sean lo suficientemente flexibles para absorber los choques regionales asimétricos; y que las respuestas de política económica sean las apropiadas. Permítanme abundar sobre este punto.

La primera condición, es decir la sincronización de los ciclos, tiene que ver con dos grandes factores: la composición sectorial de las economías regionales dentro de la unión monetaria y el grado de interacción de la política económica. La segunda condición, o sea, la flexibilidad, concierne principalmente a aspectos de oferta. La tercera condición, a saber, las respuestas apropiadas de política económica, abre una amplia gama de cuestiones (coordinación presupuestaria, políticas de mercado común, etc.) de las cuales solamente hablaré de una: el estilo de enfoque de la política monetaria.

En lo que concierne a la interacción de la política económica, me gustaría mencionar tres puntos relevantes basados en la experiencia europea. Pri-

mero, el hecho de que los Estados Miembros consideran sus políticas económicas como materia de preocupación común; las coordinan dentro del marco de los grandes lineamientos de política económica, aceptan que su desempeño económico esté sujeto a supervisión multilateral y están preparados a aceptar recomendaciones del Consejo. Segundo, permítanme subrayar la importancia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento como un válido arreglo institucional para evadir posiciones demasiado divergentes de la política fiscal en una unión monetaria. Si, como es el caso, en la Unión Europea, el presupuesto central es relativamente pequeño, la necesidad de un pacto estable en el área de finanzas públicas es vital. El tercer punto que quiero expresar es la necesidad de evitar coordinación *ex ante* entre los ministros de finanzas y los banqueros centrales para no confundir sus respectivos mandatos y responsabilidades y eventualmente cortar la independencia de los bancos centrales. Nosotros, como banqueros centrales, sabemos *ex ante*, sobre base estatutaria, lo que es nuestra función y, por lo tanto, no necesitamos sentarnos a discutir con otros si cuándo o cuánto.

El intercambiar información y puntos de vista entre ministros y banqueros centrales es ciertamente necesario, así como explicar *ex post* la función de reacción del banco central y evaluar juntos los resultados *ex post* de la política económica pero no la coordinación *ex ante*.

Es lo que concierne a la flexibilidad del mercado y la absorción de choques asimétricos, permítanme enfatizar de nuevo la importancia del pacto de Estabilidad y Crecimiento como un arreglo institucional capaz de lidiar, dentro de un cierto margen, con diferentes situaciones regionales. ¿Será el margen presente lo suficientemente amplio? Pienso que lo es, considerando la intensidad de los posibles choques que deban absorberse, la movilidad actual de los factores de producción y la presente flexibilidad de los mercados. Sin embargo, para poder estar en una posición más segura, el caso de Europa en lo que respecta a una política de oferta o de mercado con más orientación hacia la movilidad de insumos, con más dinamismo, flexibilidad y adaptabilidad, también parece asegurar con claridad que “una talla única sirve a todos”.

A continuación pasaré a hablar sobre el vínculo entre “una talla única para todos” y el estilo de la política monetaria y más específicamente el enfoque no activista de la política monetaria del euro-sistema, que es una de sus características básicas.

La política monetaria no puede sintonizar la actividad económica ni en el tiempo ni en el espacio, es decir no puede sintonizar los ciclos económicos o hacer discriminaciones entre los efectos regiona-

les. Aunque la política monetaria podría tener efectos a corto plazo, especialmente por la vía de las expectativas o por los canales de los tipos de cambio, así como efectos regionales, debido a las diferencias en la composición sectorial entre regiones, desde un ángulo meramente positivista no sería correcto explotarlos, tomando en cuenta la complejidad e incertidumbre de los eventos involucrados y el limitado conocimiento que tenemos de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. La política monetaria debe tener una orientación a mediano plazo enfocada a proporcionar estabilidad monetaria y al hacer eso, también contribuye a crear las mejores condiciones monetarias para una economía equilibrada en términos macroeconómicos y también para permitir un crecimiento económico y una creación de empleos sostenidos.

Estas observaciones son, desde mi punto de vista, argumentos suficientes a favor de una política monetaria no-activista, porque no estar activo en términos de frecuencia de cambios de política monetaria, significa que se está pasando por alto el momento preciso de acción y el no estar sensible a las diferencias regionales significa que la política monetaria puede cumplir con los requerimientos monetarios del área como un todo. El no ser activista quiere decir “no dar palos de ciego”, o sea no desordenarse salvajemente. Más aún, el no ser activista también permite un mejor grado de interacción con otras políticas económicas regionales o globales, acordes con la idea sobre la no-coordinación *ex ante*, que mencioné anteriormente. El no ser activista también es el resultado lógico de tener una estrategia de política monetaria flexible basada en el criterio, en vez de una estrategia mecánica basada en reglas. Cuando estamos considerando el estilo de la política monetaria del eurosistema debemos tener en mente que lo gradual no debe confundirse con el activismo y que el no estar activo no es incompatible con decisiones fundamentales y firmes.

La orientación a mediano plazo de la política monetaria y las condiciones monetarias resultantes pretenden ser válidas para toda el área geográfica y de hecho son apropiadas para todas las regiones, tal como es el caso del aire acondicionado de esta habitación el que se supone que debe ser apropiado para todos. Aire fresco contra aire de un tanque de oxígeno: esta es mi metáfora favorita al comparar la política monetaria no-activista del Eurosistema con el enfoque activista. Claro que existen otras metáforas que podemos utilizar para describir la falta de activismo de la política monetaria del Eurosistema en oposición a una política monetaria activista: Marco estructural en vez de acción, un

chasis y un absorbedor de choques, en lugar de un motor, la observación tranquila de un programa de televisión en vez de cambiar de un canal a otro desesperadamente o dicho de otra forma, más apropiada para la hora del almuerzo, una manera tradicional de cocinar en lugar del uso del horno de microondas.

En mi opinión, siempre habrá buenos motivos para abogar por una política monetaria no-activista por las razones que he intentado explicar anteriormente, independientemente del tamaño geográfico del área que deba cubrirse y del tamaño de la jurisdicción de la política monetaria. Sin embargo cuanto más grande y más diversa sea el área de la política monetaria y cuanto más complejos e inciertos sean los eventos económicos que ahí ocurren, más conveniente será seguir un enfoque de política monetaria no activista. De ser así, éste podría ser un elemento que vale la pena mencionar en cualquier debate de política sobre áreas monetarias óptimas.

El propósito de mi discurso ha sido el de presentar ciertos puntos de vista y compartir con ustedes algunas experiencias relacionadas con la integración monetaria europea. Tal vez encuentren que algunas de nuestras experiencias europeas valen la pena de ser consideradas en términos de la integración regional de América Latina. No obstante, déjenme decir –aunque tal vez debería de haber dicho esto antes– que las experiencias históricas no son bienes comerciables, es decir, no pueden ser importados ni exportados fácilmente de otras regiones. Desafortunadamente, cada región económica debe de intentar encontrar su propio camino hacia la integración económica, debe sufrir sus propios retrocesos y disfrutar sus propios logros, tal como lo estamos experimentando hoy en día con la introducción del euro en efectivo.

Como excepción que confirmaría la regla de que no deben transferirse experiencias, permítanme concluir mencionando cuatro ingredientes de la integración monetaria europea que creo que deberían existir en cualquier proceso monetario regional, si se considera que la integración monetaria debe ser el objetivo final de un proceso de integración económica. Primero, visión y determinación política; segundo, paciencia; tercero, pragmatismo; y cuarto, una idea central capaz de dar dirección y consistencia a todas las decisiones y acciones. La visión y la determinación política hacia la integración económica y, por supuesto, la estabilidad del tipo de cambio, así como también la integración monetaria, siempre serán, por encima de todas las cosas, compromisos políticos que trascienden las implicaciones técnicas. La paciencia, ya que una integración económica sí implica tiempo. En cuanto al

pragmatismo, déjenme mencionar que la secuencia seguida a menudo por la integración europea ha sido la siguiente: necesidad, función, institución. En un proceso de integración económica regional la necesidad de una integración monetaria aparecerá tarde o temprano; esta necesidad requerirá el desarrollo de una función y a fin de que esta función se lleve a cabo se tendrá que crear una institución. Sin tener ningún prejuicio contra los impresionantes enfoques de arriba hacia abajo para la in-

tegración económica, recomiendo ampliamente este enfoque pragmático de abajo hacia arriba que sigue el orden de necesidad, función, institución. Finalmente, en el caso de la integración monetaria europea, la idea central o “idea fuerza”, es estabilidad –estabilidad de precios– como precondition para lograr un crecimiento sostenible a largo plazo, que es la base sobre la que se ha construido el marco institucional, funcional y legal de nuestra integración monetaria.

# Aspectos financieros, monetarios y cambiarios de la integración regional actual en América Latina\*

*Kenneth G. Coates*

## I. Introducción

Agradezco la gentileza de los organizadores en habernos invitado a participar en este evento y exponer nuestros puntos de vista sobre el tema. Al haber participado también en el taller preparatorio de este seminario en Frankfurt, pude comprobar el excelente nivel de los trabajos presentados por el Banco Central Europeo, El Banco de España y los propios bancos centrales de nuestra región, resumidos en este documento de discusión previamente circulado. Intentaré organizar mis ideas (y recalco que son mías, no del CEMLA) en torno a los tres temas principales comprendidos en dicho trabajo.

## II. Estado actual de la integración regional

Sin duda el factor clave que impide el progreso adicional en la integración al nivel sub-regional ha sido la aparición de crisis domésticas. Estas no sólo han desviado la atención de los esfuerzos hacia la integración, sino lo que es más grave, llevaron a políticas y a acciones que han hecho desandar un buen trecho del progreso previamente logrado en el ámbito comercial.

Esta respuesta, sin embargo, simplemente nos lleva a preguntar ¿por qué las metas de la integración se sacrifican tan fácilmente a las políticas domésticas? Aquí existe más de una explicación.

- En primer lugar, la severidad de las crisis domésticas hace que no puedan manejarse con cambios marginales de política. Generalmente se requieren medidas heroicas, tales como la modificación total del régimen cambiario.

\* Publica el CEMLA, el documento de discusión preparado por K. G. Coates, director general del CEMLA, para el seminario “El Eurosistema y los Bancos Centrales de América Latina”, organizado por el Banco de España y el Banco Central Europeo, celebrado en Madrid, el 24 de mayo de 2002.

- En forma paralela, la voluntad política de integración parece ser un fenómeno que aparece sólo esporádicamente “en las buenas”. No existe aquella preocupación predominante por la integración como medio de preservar la paz (como en la Europa de posguerra), ni una convicción subyacente de que la integración constituye el camino más rápido hacia la estabilidad y el crecimiento.
- La sucesión de prioridades de corto plazo deja poco lugar para el análisis estratégico en los niveles más altos de toma de decisiones en el gobierno, donde rara vez accede la carrera de servicio público en función de la alta tasa de rotación política.
- La ausencia de instituciones para la integración, ya sea para la toma de decisiones, la resolución de controversias o la coordinación de políticas, refuerza la percepción de que el proceso es de naturaleza subordinada, transitoria y sujeto a arranques y detenciones bruscas.

Las experiencias negativas de los años más recientes (Brasil 1999 y Argentina 2001) han indudablemente reforzado la percepción de que las crisis inducidas por políticas internas de los países son altamente disruptivas de la integración comercial, y aun, que el progreso en la integración comercial regional puede hasta llegar a ser perjudicial, ya que expone a los socios a fuertes fluctuaciones en la demanda sub-regional y a otras influencias desestabilizadoras que operan por los canales comerciales y financieros.

Esta conclusión puede persuadir a los países a perseguir sus objetivos de política económica por cuenta propia. Chile, por ejemplo, con su alta diversificación de mercados de exportación y sus acuerdos comerciales con varios bloques, hoy se percibe como un ejemplo a emular. Uruguay, con dos experiencias negativas y sucesivas en el MER-

COSUR, actualmente está obrando por su cuenta en acercarse a los Estados Unidos.

Ahora, resta por verse si esto es simplemente circunstancial o si se mantendrá como tendencia aun de cara a una rápida estabilización y recuperación regional. Las economías vecinas son algo así como los parientes: uno no los puede elegir, pero debe aprender a vivir con ellos. Creo que mucho dependerá de cómo los países y sus gobiernos lleguen a comprender y percibir los beneficios potenciales de la integración, y que mucho permanece aún por hacerse en este campo.

Intentaré una explicación. Parece haber una percepción generalizada pero incompleta, tanto al nivel público como político, que los beneficios de la integración llegan exclusivamente por la vía del comercio. Esto es natural, ya que tanto la teoría económica como la experiencia histórica han demostrado a la región que el comercio es el motor del crecimiento económico, y que el acceso a los mercados es la clave del comercio. Los mercados de bienes se transforman en la preocupación predominante, y la integración regional es vista como positiva en la medida que facilita el acceso a los mercados participantes bajo términos preferenciales. Siguiendo este pensamiento, si el acceso a los mercados participantes está sujeto a frecuentes interrupciones, es preferible no volverse demasiado dependiente de ellos y buscar otros mercados en otros lados.

Las reacciones hacia otros aspectos del regionalismo, como ser la integración de los mercados de servicios, laboral y financieros, son más ambivalentes. Se les rinde tributo verbal porque están incluidos en las recetas de los libros de texto y porque son parte de la exitosa experiencia europea de integración. Pero ni los electorados ni sus representantes han comprado la idea del todo, y se avanza muy lento en estas áreas. Y el aspecto más crítico para el éxito de la integración, que es la coordinación de políticas macroeconómicas, permanece casi totalmente ignorado.

La inestabilidad macroeconómica es claramente la peor enemiga del regionalismo. Si la coordinación de políticas, especialmente en materia de tipos de cambio, fuese vista como una manera de proporcionar mayor estabilidad a la región, quizás figuraría con mayor énfasis en la agenda política. Dado que la estabilidad es tan importante como los mercados para que haya inversión y crecimiento, el desafío es entonces promover la coordinación de políticas como ancla para la estabilidad regional.

Claro que si los países no pueden proporcionarse estabilidad a sí mismos, ¿cómo puede esperarse que la provean a sus socios?, ¿cómo puede lograrse esa transición desde la dominancia hacia la subor-

dinación fiscal?, ¿alcanzará con la presión de sus pares y con mecanismos de supervisión mutua?, ¿cuáles son los incentivos para conformar a un conjunto de criterios tipo Maastricht si no existe un beneficio inmediato en términos políticos? Es mi impresión que parte de las respuestas a estas preguntas se encuentra en el argumento de la endogeneidad, que constituye el eslabón perdido en el enfoque regional de la integración.

La mayor parte del análisis previo a la integración se ha centrado en elementos tales como los patrones de comercio, la asimetría de choques exógenos, la sincronización de los ciclos económicos, la movilidad del capital y de la mano de obra, etc., en la mejor tradición de la teoría de áreas monetarias óptimas, para determinar si estos rasgos estructurales puedan favorecer u obstaculizar el regionalismo. Claramente estos elementos constituyen parte del paisaje y no pueden ignorarse; pero tampoco están tallados en piedra para la eternidad.

Si los acuerdos se alcanzan y se respetan, si las instituciones se crean y se usan, si las políticas se coordinan y se mantienen, entonces con el pasar del tiempo ellos también se incorporan al paisaje, y crean, por así decirlo, sus propias fuerzas de apoyo. Los llamados elementos estructurales comienzan a conformar al nuevo panorama: crece el comercio intra-regional, los choques se tornan más simétricos, los ciclos económicos se sincronizan y el capital y el trabajo fluyen más libremente dentro de la región. Los beneficios de la integración aumentan y retro-alimentan al proceso.

En tal contexto, los acuerdos de estabilidad cambiaria regional son cruciales. La región o las subregiones como tales podrán flotar o fijar con relación a una moneda o una canasta externas, pero la volatilidad intra-regional de los tipos de cambio debe estar sujeta a límites creíbles. Esta es la lección aprendida por Europa luego de la década de los años treinta, a tal punto que, cuando colapsó el sistema de Bretton Woods, su reacción instintiva fue de establecer algún marco para la estabilidad cambiaria. El compromiso político para un acuerdo de esta naturaleza sólo materializará cuando la opinión regional esté convencida que los beneficios globales de la integración económica exceden las ganancias de corto plazo de la integración comercial.

### III. Políticas monetarias y cambiarias

Los regímenes de paridades fijas o deslizantes adoptados por la región a comienzos de los años noventa fueron elegidos claramente como mecanismos de estabilización con el tipo de cambio co-

mo ancla monetaria del nivel de los precios internos. Tanto el proceso de privatizaciones como la insuficiencia del ahorro interno atrajeron fuertes influjos de capital, pero éstos también respondían a las altas tasas reales de interés obtenibles de los depósitos bancarios en moneda nacional, dada la inercia inflacionaria. Eventualmente los precios se estabilizaron, los dólares se volvieron abundantes y baratos, y las reservas aumentaron. Se perdió competitividad en el proceso, pero existía crédito externo pronto y disponible para financiar la cuenta corriente. El valor del PBI en dólares se infló artificialmente en función de la sobre-valoración de las monedas nacionales, disimulando el verdadero peso potencial del servicio de la deuda externa. Bajo estas circunstancias, pocos gobiernos resistieron a la tentación de gastar y endeudarse excesivamente.

Eventualmente se apagó la música, primero para México, luego para Brasil, y finalmente para Argentina. En el caso argentino la adopción del esquema de convertibilidad aumentó la apuesta en virtud de su credibilidad constitucional e inflexibilidad cambiaria, logrando prolongar el desenlace a lo largo de cuatro años recesivos. Pero en todos los casos los mercados finalmente se percataron de la combinación de políticas insostenibles, y la huida de los capitales derrumbó las paridades cambiarias.

En cada caso sobrevino inmediatamente una fuerte devaluación de la moneda. México y Brasil permitieron que sus divisas continuasen flotando, y anclaron las expectativas en función de metas de inflación. En ambos países la recuperación fue notablemente rápida, y la filtración a los precios internos notablemente baja.

En Argentina la situación se complica debido al descalce de monedas en los balances del gobierno, las empresas y los hogares, que a su vez ha desintegrado las carteras de préstamos de la banca comercial. Aun antes de la devaluación, la imposibilidad de los bancos de recuperar sus préstamos en dólares a los sectores público y privado hizo evidente que no podrían atender sus pasivos en dólares con sus depositantes sin una fuerte capitalización por parte de sus accionistas. El “corralito”, inicialmente un intento de disminuir la velocidad de la corrida bancaria, dio paso al “corralón”, un congelamiento total de los depósitos bancarios. Es probable que la filtración a los precios en Argentina también ha de ser mayor que en México y Brasil, y esto presenta un problema adicional para la decisión acerca de un régimen cambiario.

Es tentador señalar a la volatilidad de los flujos de capital como el villano de la obra, pero debe reconocerse que los ataques especulativos a las monedas no suelen ocurrir cuando la combinación de

políticas fiscal y monetaria subyacentes es sostenible. El contagio puede ser un problema en la medida que aumenta el riesgo “regional”, pero en los últimos años el nivel de análisis de riesgo país individual ha mejorado significativamente y los inversores están en mejores condiciones de discriminar dentro de la región. No deberíamos perder de vista que Argentina pudo resistir el contagio desde México, Asia, Rusia y Brasil antes de finalmente sucumbir ante sus propias fallas.

Sin embargo, existen flujos de capital y flujos de capital, y algunos son definitivamente más disruptivos que otros. La inversión extranjera directa es claramente la más bienvenida, ya que se compromete al largo plazo y, por su propia naturaleza, no puede revertirse rápidamente. El crédito externo a los sectores público y privado, cuando juicioso y de largo plazo, también puede ser muy útil. Los flujos de menor plazo tales como la inversión privada de cartera y los depósitos a plazo en la banca comercial son más cuestionables, y bien puede ser que sean justificados los controles de estadía mínima u otros mecanismos disuasivos.

Con relación a la secuencia de liberalización del sistema financiero y de la cuenta de capital, uno esperaría que la liberalización del sistema financiero fuera casi un prerrequisito para los ingresos de capital. Pero el principal punto aquí es que la liberalización del sector financiero sólo debiera permitirse cuando existe una fuerte estructura de supervisión prudencial de modo que, entre otras cosas, la banca comercial no pueda incurrir en el riesgo moral que implica el descalce de fondear préstamos en moneda nacional con depósitos a corto plazo en dólares, buscando maximizar el diferencial de tasas en la expectativa de que el tipo de cambio se mantenga. Un régimen de flotación sería más disuasivo de este tipo de comportamiento.

Y con respecto a la secuencia de integración comercial y financiera, uno esperaría que progresaran a la par, bienes con servicios. Claro que los servicios financieros constituyen un sector sensible, y aquí rige la misma salvedad en cuanto a la supervisión bancaria. La integración financiera requiere de estructuras de supervisión similares en los países socios. Sin embargo, históricamente la integración comercial ha precedido a la integración monetaria. Todo va bien hasta que se produce un fuerte ajuste en las paridades cambiarias de los socios, y es allí cuando la estabilización se transforma en tema central y la volatilidad cambiaria se percibe como un impedimento al progreso adicional.

Aun si los tipos de cambio intrarregionales permanecen estables de aquí en adelante, lo cual ya de por sí es una hipótesis arriesgada, la ausencia de acuerdo formal será un desincentivo a la profundi-

zación adicional de la integración comercial. Más aún bajo regímenes flotantes que bajo las paridades anteriores. Es imposible predecir si pueda surgir en el futuro un requerimiento de política regional en cuanto a la estabilidad cambiaria, pero se puede aseverar con mayor certeza que la única posibilidad práctica para un acuerdo de tal naturaleza en un contexto sur-sur sería entre Argentina y Brasil.

Así como Brasil y Argentina suministraron el eje de integración comercial alrededor del cual gravitaron los países más chicos de Sudamérica, de igual forma un acuerdo sobre estabilidad cambiaria (o un mecanismo más formal) entre las dos economías más grandes debería proveer el marco regional para la coordinación de políticas monetarias. La credibilidad de tal esquema debiera estar apuntalada por compromisos en política fiscal y un mecanismo de supervisión mutua. La elección de un régimen cambiario por parte de Argentina bien podría estar influida por esta posibilidad.

#### **IV. El sistema financiero regional**

Al relevar la evolución de la banca a lo largo de los años noventa, lo primero que surge a la vista es el enorme costo fiscal de rescatar entidades en problemas en toda la región. La alta tasa de quiebra ha contribuido al proceso de consolidación y penetración de mercado por la banca extranjera, en sí un desarrollo positivo para la estabilidad financiera. Pero el peso ha caído de lleno en el contribuyente y ha aumentado considerablemente las complejidades del manejo fiscal, produciendo un círculo vicioso entre inestabilidad financiera y macroeconómica.

En muchos casos los bancos han caído víctimas de la inestabilidad macroeconómica, pero la percepción generalizada de que aún los más pequeños son demasiado grandes para quebrar y que los depositantes deben estar protegidos a cualquier costo, ha llevado al riesgo moral en exponerse al riesgo cambiario sin cobertura. El indiscutido predominio en la región del enfoque de banca universal también ha llevado a que los bancos sean protagonistas en los mercados de capitales, quizás dando una explicación adicional del papel secundario de éstos en la estructura global del financiamiento. Los buenos riesgos crediticios se mantienen en el balance, mientras que los de menor calidad se empaquetan hacia el mercado inversor y generan honorarios en el proceso.

Si bien la supervisión bancaria ha mejorado a lo largo de la década, quizás se justifique una mayor regulación de la industria bancaria para limitar la

naturaleza de los riesgos incurridos y transmitidos. La idea de instituciones bancarias de actividad limitada que pudiesen ofrecer servicios bancarios básicos a depositantes asegurados, cuyos fondos tendrían restricciones en cuanto a su colocación, merece consideración adicional. Entidades bancarias universales tendrían mayor margen en su aplicación de pasivos de depósito, pero los depositantes asumirían concientemente el papel de inversores al aceptar los mayores riesgos y retornos del caso.

Los mercados de capital se han desarrollado sustancialmente a lo largo de la década, en la medida que los altos costos de la intermediación bancaria les han permitido ofrecer retornos más altos para los inversores y tasas más bajas para emisores corporativos en un mercado denominado en dólares. Adicionalmente el plazo de las colocaciones en los mercados de capital es sustancialmente mayor al de los préstamos bancarios, lo cual los hace más indicados para la financiación de proyectos. Pero el desarrollo adicional de estos mercados requerirá mayor transparencia y liquidez, mejor legislación en cuanto a la gestión empresarial, y la revisión de ciertos aspectos impositivos.

Tanto en el corto como en el largo plazo la estabilidad financiera debe ser vista como un prerrequisito para el crecimiento económico. La inestabilidad no sólo ahuyenta los flujos de capital sino que promueve la fuga de capitales por parte de ahorristas internos, agravando el problema de la insuficiencia regional del ahorro bruto. Pero no alcanza sólo con la estabilidad del sector financiero para garantizar el crecimiento. El crecimiento requiere inversión, que a su vez requiere de financiamiento a largo plazo a tasas razonables.

La profundización financiera es un proceso que implica otorgar crédito a segmentos de mayor riesgo, y por lo tanto requiere de un fortalecimiento de la capacidad supervisora. El crédito se expandió con fuerza pero no con uniformidad durante los años estables de la década de los noventa. Los bancos pujaron para proveer a sus clientes de primera línea con fondos marginalmente superiores al costo, y el crédito al consumo creció explosivamente durante la década ya que este mercado había sido ignorado previamente. Pero otros sectores fueron marginados, especialmente el agropecuario como resultado de las experiencias negativas de los años ochenta. La resultante colocación residual por parte de los bancos fue hacia el sector público mediante la compra de bonos.

La integración al sistema financiero mundial, mediante una mayor presencia de bancos extranjeros en la región, ha contribuido sin duda a una mayor eficiencia, a un manejo superior de riesgos

y a una mejor atención al cliente. Sin embargo, los bancos de cualquier origen buscan maximizar las ganancias de corto plazo y tienden a explotar las oportunidades de mercado creadas por las inconsistencias de políticas, en vez de intentar cerrarlas a través del comportamiento competitivo. En los sistemas donde la banca estatal es la de mayor participación en el mercado, es generalmente ella quien inicia el comportamiento competitivo en precios.

La integración regional de capitales se encuentra todavía en una etapa muy temprana. Aun dentro del MERCOSUR no ha sido fácil para bancos comerciales de origen nacional operar directamente en los países socios, y en la mayoría de los casos ello ha sido en conexión con actividades de comercio de clientes corporativos del país de origen. De hecho el mayor elemento de integración financiera observado hasta el presente ha sido la penetración regional de la banca multinacional, aportando una cultura corporativa y bancaria común a los distintos mercados. Pero el financiamiento de actividades en un país con fondos captados en otro aún no constituye una práctica de intermediación difundida.

Los flujos intrarregionales de capital deberán ser promovidos de forma muy similar a la manera en que la región se ha integrado financieramente al mundo. El apuntar a referencias externas de comportamiento vía la adopción de códigos y es-

tándares para el sector financiero aparecería como la mejor forma de progresar en ambos terrenos simultáneamente. El capital busca un entorno familiar y hospitalario, y la región deberá esforzarse en ofrecerlo.

En este contexto debo concluir mencionando que el CEMLA se halla en el proceso de lanzar un programa de convergencia macroeconómica al nivel sub-regional que se apoya en tres componentes básicos: coordinación de políticas monetarias, estandarización de los sectores financieros, e intercambio de información. El aspecto medular de este esfuerzo está en el sector financiero, donde se promoverá la adopción de mejores prácticas en áreas de sistemas de pagos, requerimientos prudenciales y de capitalización bancaria, operaciones y sistemas de banca central, y estructura y gestión de los mercados de capital, con vistas a armonizarlas.

Se trata de un ambicioso programa de tres años que constituye un vehículo para el progreso concreto en el campo de la integración financiera regional. Fue aprobado por la Junta de Gobierno del CEMLA, la mayoría de quienes están aquí presentes hoy, el pasado mes de diciembre. Albergamos la esperanza de que también pueda devenir un vehículo mediante el cual los bancos centrales del Eurosistema, y el propio Banco Central Europeo, puedan aportar asistencia técnica al proceso de integración. Muchas gracias.

# Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA

## ASOCIADOS

### BANQUE DE LA RÉPUBLIQUE D'HAÏTI

*Gobernador:* Venel Joseph. *Subgobernador:* Hancy Pierre Louis. *Director general:* Réginal Mondésir. *Miembros de la Junta de gobierno:* Yvon Guirand y Gladys Péan. *Directores:* Théodore Noël (Caja), Richard Baptiste (Asuntos internacionales), Yves Joseph (Supervisión bancaria), Gabriel Ronald (Economía y estadística), Mathieu Fortunat (Deuda pública), Henry Volmar (Administración) y Charles Castel (Asuntos jurídicos). *Subdirectores:* Patrick Jean Léger (Auditoría interna) y Dejoie Donald (Información y tecnología). *Jefes de departamento:* Philippe Lahens (Cambio extranjero), Carmita Fièvre (Aclaración de liquidaciones), Délinois Duchase (Deuda externa) y Philippe Gédome (Recursos humanos). *Subjefe de departamento:* Michaëlle Dorléans (Relaciones públicas).

*(Información oficial, noviembre de 2002)*

### CENTRALE BANK VAN SURINAME

*Presidente:* André E. Telting. *Director ejecutivo de asuntos bancarios:* Otto H. Ezechiëls. *Director de asuntos monetarios y económicos:* Glenn H. Gersie. *Secretario general (a. i.):* Rafall R. Lachmising. *Jefes de departamento:* John H. Kolader (Relaciones internacionales), Eric R. Vaseur (Balanza de pagos y estadísticas monetarias), Rakesh S. Adhin (Investigaciones), Ilford G. Soehawan (Exterior), Clary Linger van der Ziel (Asuntos internos), Lucien C. Nijman (Política de moneda extranjera), Angela Limon-Sof (Asuntos legales), Jan Bolman (Sistemas de datos), Stella M. Pollack-Leeflang (Biblioteca),

Wilfred E. Noslin (Asuntos del personal), Hendrik L. Katijooetomo (Auditoría interna), Carlos C. Esseboom (Contaduría), Marlon R. Wolfram (Política del oro), Walter H. Malm (Automatización) y Ronald van Exel (Relaciones públicas).

*(Información oficial, diciembre de 2002)*

## COLABORADORES

### BANK OF CANADA

*Gobernador:* David A. Dodge. *Primer subgobernador:* Malcolm D. Knight. *Subgobernadores:* Pierre Duguay, Charles Freedman, Paul Jenkins y Sheryl Kennedy. *Consejero general y secretario gerencial:* Marcus L. Jewett. *Jefe de Oficina de administración:* Dan MacDonald. *Consejeros:* Janet Cosier (Planificación estratégica y Gerencia de riesgos), Clyde Goodlet (Política regulatoria), David Longworth (Investigaciones), John Murray (Operaciones internacionales) y Ron Parker (Mercados financieros). *Jefes de departamento:* Jack Selody (Análisis monetarios y financieros), Tiff Macklem (Investigaciones), B. Schwab (Operaciones bancarias), David Sullivan (Auditoría), Gerry Gaetz (Servicios gerenciales), Mark Jewett (Servicios ejecutivos y legales), James Powell (Operaciones internacionales), Denis Schuthe (Comunicaciones), George Pickering (Mercados financieros) y Dale Fleck (Administración de la deuda).

*(Información oficial, octubre de 2002)*

### BANCO DE PORTUGAL

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN. *Gobernador:* Vitor-

Manuel Ribeiro Constâncio; *subgobernadores*: António-Manuel Martins Pereira Marta y José-Agostinho Martins de Matos; *administradores*: Herlânder dos Santos Estrela, Vitor-Manuel da Silva Rodríguez Pessoa y Manuel Ramos de Sousa Sebastião. CONSEJO DE AUDITORÍA. *Presidente*: Emílio-Rui da Veiga Peixoto Vilar; *revisor*: José Vieirg dos Reis; *vocales*: Rui-José da Conceição Nunes y Modesto Teixeira Alves. *Directores de departamento*: Paulo-Ernesto Amorim (Relaciones internacionales, y Secretaría de Consejos), Luís-Alberto Ambrósio (Emisión, Tesorería y delegaciones), José da Cunha Nunes Pereira (Auditoría), Rui-Manuel Rodrigues Carvalho (Mercados y Gerencia de

reservas), Vitor-Manuel Gingeira Pimenta e Silva (Contabilidad y control), Maximiano Reis Pinheiro (Estudios económicos), Paulino Mayer de Magalhães Corrêa (Organización e información), Manuel Pimentel Castelhana (Recursos humanos), Henrique Moller Miranda (Servicios de apoyo), Armando Silva Couto (Servicios jurídicos), Carlos-Eduardo de Lemos Santos (Supervisión bancaria), Orlando Caligo (Estadística) y Eugénio Fernandes Gaspar (Sistemas de pagos).

*(Información oficial, octubre de 2002)*

# Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre de 2002

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos</i>	
Cuentas Nacionales II	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 2 – 6 de septiembre
Análisis y Calificación de Riesgo Bancario	Banco Central de Reserva de El Salvador San Salvador, 23 – 27 de septiembre
Información Asimétrica	México, D. F., 30 de septiembre – 2 de octubre
Sistemas de Pagos	Banco Central de Reserva de El Salvador San Salvador, 28 de octubre – 1º de noviembre
Central Banking Policy and Operations	Centro de Estudios de Banca Central, del Banco de Inglaterra y, Banco Central de Trinidad y Tabago Puerto España, 4 – 15 de noviembre
Programa de Estudios Superiores en Economía y Finanzas: Módulo IV	Banco de Guatemala Guatemala, 10 de noviembre – 20 de diciembre
Cuentas Nacionales	Banco Central del Paraguay Asunción, 25 de noviembre – 6 de diciembre
<i>Seminarios</i>	
Vigilancia de la Estructura y Funcionamiento de los Mercados Financieros	Banco de Pagos Internacionales (BPI) México, D. F., 9 – 13 de septiembre
Supervisión de Riesgo de Operaciones	Instituto de Estabilidad Financiera, del BPI México, D. F., 9 – 13 de septiembre
Riesgo Operacional	México, D. F., 22 – 24 de octubre
Reconciling Private Foreign Portfolio Investment with Stability in Emerging Markets	Instituto Brasileño de Mercado de Capitales São Paulo, 18 – 19 de noviembre

### Reuniones

XXXVIII Reunión de Gobernadores de América Latina, España y Filipinas ante el FMI-BIRF	Junta de Gobierno del Sistema Federal de Reserva Washington, D. C., 26 de septiembre
LXXIV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España	Junta de Gobierno del Sistema Federal de Reserva Washington, D. C., 26 de septiembre
Junta de Gobierno del CEMLA	Junta de Gobierno del Sistema Federal de Reserva Washington, D. C., 26 de septiembre
VI Reunión de Tesoreros de Banca Central	Banco Central de Reserva del Perú Lima, 16 – 18 de octubre
VII Reunión de Comunicación de Banca Central	Banco Central de Chile Santiago, 23 – 25 de octubre
VIII Reunión sobre Aspectos Contables y Presupuestales de Banca Central	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 13 – 15 de noviembre
VII Reunión de la Red de Investigadores de Bancos Centrales del Continente Americano	Banco de Guatemala Guatemala, 20 – 22 de noviembre

### Taller

Proyecciones Macroeconómicas	México, D. F., 16 – 26 de septiembre
------------------------------	--------------------------------------

Publicaciones:

*Monetaria*, vol. XXV, nº 3, julio-septiembre

Ronald MacDonald

*Supervisión consolidada de bancos*

Serie ENSAYOS

Ricardo N. Bebczuk

*Financiamiento empresarial, desarrollo  
financiero y crecimiento*

Serie ESTUDIOS

Glenn Hoggarth y Gabriel Sterne

*Flujos de capital: causas, consecuencias  
y respuestas de política*

Serie ENSAYOS

# Índice 2002



## I. ARTÍCULOS

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Alles, Lakshman, Bursatilización o titulación de activos y financiamiento estructurado en los países de mercado emergente ..	3	128
Blejer, Mario I., Alfredo M. Leone, Pau Rabanal y Ger Schwartz, El objetivo de inflación en el contexto de los programas de ajuste apoyados por el FMI .....	1	16
Bossone, Biagio, ¿Deben los bancos limitar sus operaciones? .....	2	74
Bouzas, Roberto, El Mercosur diez años después: ¿proceso de aprendizaje o <i>déjà vu</i> ? .....	1	30
Coates, Kenneth G., Aspectos financieros, monetarios y cambiarios de la integración regional actual en América Latina .....	4	199
Domingo Solans, Eugenio, Integración monetaria en Europa: experiencias pasadas y presentes .....	4	195
Dorrucci, Ettore, Integración regional y cooperación cambiaria en América Latina .....	2	64
El Eurosistema y los Bancos Centrales de América Latina, Extractos seleccionados del documento de discusión general del seminario de Madrid .....	4	188
Griffith-Jones, Stephany, y Stephen Spratt, El nuevo Acuerdo de Capitales de Basilea y los países en desarrollo: temas, implicaciones y propuestas de política.....	1	45
Guzmán Calafell, Javier, El papel de la liberación financiera en la promoción y la asignación del ahorro interno: conclusiones y lecciones de política .....	3	140
Karunaratne, Neil Dias, Reconsideración de la convertibilidad de la cuenta de capital en función de las secuelas de las crisis monetarias .....	2	94
Krueger, Anne, La reforma de la reestructuración de la deuda soberana: un enfoque de vías gemelas .....	3	114
Massad A., Carlos, Efectividad de la política monetaria en Chile y reactivación económica .....	3	118
McKinnon, Ronald, Áreas monetarias óptimas y monedas clave .....	1	1
Montoya, Miguel Urrutia, Proceso de toma de decisiones para las políticas monetaria y cambiaria .....	2	59
Ortiz, Guillermo, Crisis recientes en mercados emergentes: ¿qué es lo que hemos aprendido? .....	4	155
Trichet, Jean-Claude, Burbujas de precios de los activos y sus implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera .....	3	107

## II. AUTORIDADES DE LOS BANCOS CENTRALES LATINOAMERICANOS Y OTRAS INSTITUCIONES MIEMBROS DEL CEMLA

Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, febrero-marzo de 2002 .....	1	50
--	---	----

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, julio-septiembre de 2002 .....	3	145
Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, octubre-diciembre de 2002 .....	4	204

### **III. ACTIVIDADES DEL CEMLA**

Actividades del CEMLA durante diciembre de 2001-febrero de 2002 .....	1	54
Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2002 .....	2	103
Actividades del CEMLA durante junio-agosto de 2002 .....	3	151
Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre de 2002 ..	4	206

### **IV. PREMIO DE BANCA CENTRAL “RODRIGO GÓMEZ”**

Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”: convocatoria para 2003 .....	1	55
---	---	----



El CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS fue fundado en 1952 por siete bancos centrales de América Latina, a saber: Banco Central de Chile, Banco de la República (Colombia), Banco Nacional de Cuba, Banco Central del Ecuador, Banco de Guatemala, Banco Central de Honduras y Banco de México, S. A. Actualmente, son miembros de la institución los bancos centrales de América Latina y el Caribe, bancos centrales extrarregionales, así como organismos supervisores y entidades regionales del sector financiero. La lista completa se detalla en la contraportada. En los campos monetario, financiero y bancario el CEMLA promueve investigaciones, organiza reuniones y seminarios internacionales y recoge experiencias que sistematiza por medio de la administración de programas de capacitación y de asistencia técnica que contribuyen a formar y actualizar a los funcionarios de sus instituciones miembros.

Uno de sus objetivos es informar sobre la evolución del pensamiento económico dentro y fuera de la región, y difundir los hechos de importancia en materia de políticas monetaria, financiera y cambiaria, fundamentalmente. Sus libros, revistas y boletines contienen un vasto material de estudio y constituyen una permanente fuente de información para los estudiosos de estos temas.

## BOLETÍN

*Suscripción anual: 70.00 dólares (América Latina y el Caribe: 45.00 dólares; estudiantes y maestros: 35.00 dólares). Ejemplar suelto: 18.00 dólares (América Latina y el Caribe: 12.00 dólares; estudiantes y maestros: 9.00 dólares).*

*Suscripciones y pedidos:*

*Claudio Antonovich  
CEMLA, Departamento de Relaciones públicas  
Durango nº 54, México, D. F., 06700, México*

*Teléfono: (5255) 55-33-03-00, ext.: 255  
Telefax: (5255) 55-25-44-32  
E-mail: [antonovich@cemla.org](mailto:antonovich@cemla.org)*

## MIEMBROS DEL CEMLA

### ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

### COLABORADORES

#### *Bancos centrales*

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banque de France
Bank of Canada	Banca d'Italia
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal

#### *Otras instituciones*

Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (Bolivia)	Superintendencia de Bancos (Panamá)
Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
	Fondo Latinoamericano de Reservas