

CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE
COMERCIO Y DESARROLLO
Ginebra

**INFORME SOBRE EL COMERCIO
Y EL DESARROLLO, 2001**



NACIONES UNIDAS
Nueva York y Ginebra, 2001

Nota

- Las firmas de los documentos de las Naciones Unidas se componen de letras mayúsculas y cifras. La mención de una de estas firmas indica que se hace referencia a un documento de las Naciones Unidas.
- Las denominaciones empleadas en esta publicación y la forma en que aparecen presentados los datos no implican, de parte de la Secretaría de las Naciones Unidas, juicio alguno sobre la condición jurídica de países, territorios, ciudades o zonas, o de sus autoridades, ni respecto de la delimitación de sus fronteras o límites.
- El material contenido en esta publicación puede citarse o reproducirse sin restricciones, siempre que se indique la fuente y se haga referencia al número del documento. Deberá remitirse a la secretaria de la UNCTAD un ejemplar de la publicación en que aparezca el material citado o reproducido.

UNCTAD/TDR/(2001)

PUBLICACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS
Nº de venta S. 01.II.D.10
ISBN 92-1-112520-0 ISSN 0255-4607

PRÓLOGO

Las cuestiones económicas internacionales tienen que ver con la vida de la gente en todas partes. Ya sea para afrontar los retos que plantean las nuevas tecnologías de la información, ya para extraer lecciones de política económica de las crisis financieras en mercados emergentes, ya para sopesar las posibles repercusiones de la entrada de China en la Organización Mundial del Comercio, buscamos en la economía señales que nos guíen en un mundo que como el nuestro está cambiando con rapidez. Las naciones más pobres en particular requieren un buen mapa de carreteras para que puedan progresar frente a problemas tan persistentes como son el hambre, la enfermedad y la inseguridad social.

En los 20 últimos años, el *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo* de la UNCTAD se ha asentado como voz autorizada en aspectos fundamentales de la economía internacional. En el *Informe* de este año se analizan las tendencias y previsiones recientes de la economía mundial, haciendo hincapié en las repercusiones probables de los acontecimientos y la política económica de los países industriales sobre las perspectivas del mundo en desarrollo. Con unas autoridades económicas inquietas por doquier por el efecto de la desaceleración en los Estados Unidos, la petición que se hace en el *Informe* de una mayor coordinación y cooperación en asuntos económicos merece mucha atención.

En el último decenio ha sido un motivo de preocupación creciente la capacidad de las normas y reglamentos multilaterales para enfrentar los desafíos que plantean los mercados financieros mundiales. El *Informe* de este año examina a fondo los debates en curso sobre la reforma del sistema financiero multilateral. Estudia aspectos básicos tales como códigos y reglas, la contribución de las instituciones privadas a la gestión de las crisis financieras, y el funcionamiento del sistema de tipos de cambio. Sobre cada uno de esos asuntos ofrece sugerentes recomendaciones para que avancen las reformas. Está previsto que muchos de los asuntos se discutan a alto nivel el próximo año cuando se hable de financiación del desarrollo. Espero que el presente *Informe* sea de utilidad en esas discusiones.



Kofi A. Annan
Secretario General de las Naciones Unidas

ÍNDICE

Prólogo	iii
Notas explicativas.....	ix
Siglas y abreviaturas	x
Panorama general	xiii

PRIMERA PARTE**TENDENCIAS Y PERSPECTIVAS MUNDIALES****Capítulo I**

La economía mundial: desempeño y perspectivas	3
A. Panorama general	3
B. Las economías desarrolladas.....	7
1. La desaceleración de la economía de los Estados Unidos	7
2. La Unión Europea.....	11
3. El Japón.....	13
C. Los países en desarrollo	15
1. América Latina.....	15
2. Asia	16
3. África	20
D. Economías en transición	21
Notas.....	23

Capítulo II

El comercio y las finanzas internacionales.....	27
A. Acontecimientos recientes en el comercio internacional.....	27
B. Los mercados de productos distintos del petróleo.....	30
C. Acontecimientos recientes y tendencias emergentes en los mercados del petróleo	32
1. Precios, oferta y demanda.....	32
2. Repercusiones del alza de los precios del petróleo.....	33
3. Perspectivas	35
D. Mercados monetarios e indicadores financieros de los mercados emergentes	36
E. Las corrientes de capital privado a las economías emergentes de mercado	44
1. Los hechos del año 2000	45
2. Perspectivas	48
F. La financiación exterior y la deuda de los países menos adelantados	50
Notas.....	52

SEGUNDA PARTE**LA REFORMA DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL****Capítulo III**

Hacia la reforma de la arquitectura financiera internacional: ¿qué camino seguir?	55
A. Introducción	55
B. La regulación de las corrientes internacionales de capital.....	57
C. El sistema de los tipos de cambio	59
D. Unos mecanismos ordenados de reestructuración de la deuda internacional.....	61
E. La reforma del FMI.....	63
1. Supervisión y condicionalidad.....	63
2. Suministro de liquidez y financiación por un prestamista de última instancia	64
F. El ordenamiento de las finanzas internacionales.....	67
Notas.....	69

Capítulo IV

Normas y regulación	71
A. Introducción	71
B. Contenido de las normas más importantes	73
1. La política macroeconómica y la trans-parencia de los datos.....	73
2. La supervisión de los bancos	75
3. Los pagos y liquidaciones	76
4. La contabilidad y las auditorías.....	77
5. El gobierno de las sociedades	78
6. La insolvencia	79
7. La reglamentación de los valores	80
8. Los seguros.....	80
9. La integridad de los mercados y el blanqueo de dinero	81
C. Influencia y participación en la formulación y aplicación de normas.....	82
D. Aplicación, sanciones e incentivos	85
E. Normas, regímenes financieros y estabilidad.....	90
Notas.....	92

Capítulo V

Los regímenes cambiarios y el ámbito de la cooperación regional	97
A. Introducción	97
B. Regímenes cambiarios.....	99
1. Las paridades blandas	99
2. La flotación.....	101
3. Las paridades duras	103
C. Los acuerdos regionales: la experiencia europea	105
D. Opciones para los países en desarrollo: ¿dolarización o regionalización?	108
Notas.....	114

Capítulo VI

La gestión de las crisis y el reparto de la carga.....	117
A. Introducción	117
B. La participación del sector privado y las reestructuraciones ordenadas de la deuda	118
C. El debate reciente en el FMI	122
D. La asistencia oficial, el riesgo moral y el reparto de la carga	123
E. Los acuerdos voluntarios y los contractuales.....	128
1. La reestructuración de bonos y las cláusulas de acción colectiva	129
2. La reestructuración de los préstamos bancarios	132
F. Conclusiones	134
Notas.....	137

CUADROS

1.1	Producción mundial, 1990-2000.....	5
1.2	Crecimiento de los países en desarrollo, por regiones, 1990-2000	17
1.3	Economías en transición: algunos indicadores económicos, 1998-2000.....	22
2.1	Exportaciones e importaciones por regiones y agrupaciones económicas, 1997-1999	28
2.2	Exportaciones e importaciones por regiones y agrupaciones económicas, 2000: estimaciones de varias instituciones.....	29
2.3	Precios mundiales de los productos primarios, 1996-2000	31
2.4	Países del G-7: precios medios en surtidor de la gasolina e ingresos de los impuestos sobre los productos del petróleo.....	35
2.5	Monto de las importaciones de crudos de los países importadores de petróleo.....	35
2.6	Corrientes netas de capital a las economías en desarrollo y en transición, 1997-2000: estimaciones del Institute for International Finance y del FMI.....	46
2.7	Activos exteriores de los bancos de la zona declarante del BPI en las economías en desarrollo y en transición, 1997-2000	47
2.8	Emisión internacional de títulos de la deuda por economías en desarrollo y en transición, 1997-2000	48
2.9	Entradas de capital en los PMA por tipo de corriente, y transferencias netas, 1990-1999	50
4.1	Normas básicas de los sistemas financieros	72

GRÁFICOS

1.1	Ciclos de inversión en los principales países industriales, 1981-2000	8
1.2	Estados Unidos: inversión y ahorro privados, 1990-2000	9
1.3	Estados Unidos: ahorro personal y ahorro público, 1990-2000.....	9
2.1	Promedios mensuales de los precios al contado de los petróleos crudos de la OPEP, 1998-2000	33
2.2	Precios reales del petróleo, 1974-2000	34
2.3	Índices de los precios de las acciones en algunas economías emergentes de mercado, enero de 1999 a enero de 2001	41
2.4	Tipos de cambio y tasas de interés del mercado monetario en algunas economías emergentes de mercado, julio de 1999 a enero de 2001	42
2.5	Diferencial de rendimiento de algunos bonos emitidos internacionalmente por mercados emergentes, enero de 1999 a enero de 2001.....	49
5.1	Costos laborales unitarios en algunos países europeos después de un choque negativo de la oferta, 1972-1976	107
5.2	Costos laborales unitarios después de un choque positivo de la demanda, 1987-1991	107

RECUADROS

1.1	Anatomía de la desaceleración en los Estados Unidos	10
2.1	Choques externos, ajustes y crisis en la Argentina	37
2.2	Estabilización y crisis en Turquía	39
4.1	Las normas de basilea en materia de capital.....	87
5.1	Cooperación monetaria y financiera regional entre países en desarrollo.....	109
5.2	La iniciativa Chiang Ma.....	112
6.1	Disposiciones sobre balanza de pagos del GATT Y el GATS y restricciones cambiarias	121
6.2	Acuerdos recientes sobre reestructuración de bonos	125
6.3	Iniciativas recientes respecto de los préstamos del FMI para casos de crisis	127

Notas explicativas

Clasificación por grupos de países o productos

La clasificación de países utilizada en este *Informe* se ha adoptado exclusivamente por razones estadísticas o para facilitar los análisis y no implica necesariamente juicio alguno acerca del nivel del desarrollo de ningún país o zona.

Las principales agrupaciones de países son:

- "Países desarrollados o industriales o industrializados": en general los países miembros de la OCDE (que no sean Hungría, México, República Checa, República de Corea y Turquía), Finlandia e Israel.
- "Economías en transición": los países de Europa central y oriental (incluidos los países que constituían antes repúblicas de Yugoslavia), la Comunidad de Estados Independientes (CEI) y los Estados bálticos.
- "Países en desarrollo": todos los países, territorios y zonas no especificados con anterioridad.

Cuando se hace referencia a "países", el término se aplica también a territorios o zonas, según el caso.

Las referencias que se hacen a "América Latina" en el texto o en los cuadros incluyen a los países del Caribe, a menos que se indique otra cosa.

Salvo indicación en contrario, la clasificación por grupos de productos utilizada en el presente Informe sigue en general la empleada en el Handbook of Statistics 2000 (publicación de las Naciones Unidas, No. de venta: E/F.98.II.D.16).

Otras notas

Las referencias en el texto al TDR corresponden al Informe sobre el Comercio y el Desarrollo (de un determinado año). Por ejemplo, TDR 1998 se refiere al Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 1998.

Por "dólares" se entiende dólares de los Estados Unidos de América, a menos que se indique otra cosa. Por "toneladas" se entiende toneladas métricas.

Las tasas anuales de crecimiento y variación son tasas compuestas.

Las exportaciones se valoran f.o.b. y las importaciones c.i.f., a menos que se indique otra cosa.

El guión (-) entre cifras que expresen años, por ejemplo 1988-1990, significa que se trata de todo el período considerado, ambos años inclusive.

La barra (/) entre dos años, por ejemplo 1990/91, significa un ejercicio fiscal o un año agrícola.

Dos puntos (..) indican que los datos faltan o no constan por separado.

La raya (-) o el cero (0) indican que la cantidad es nula o insignificante.

Un punto (.) indica que los datos no se aplican.

El signo más (+) delante de una cifra indica un aumento; el signo (-) delante de la cifra indica una disminución.

La suma de los datos parciales y de los porcentajes no siempre coincide con el total indicado porque se han redondeado las cifras.

Siglas y abreviaturas

AIIS	Asociación Internacional de Inspectores de Seguros
AOD	ayuda oficial al desarrollo
APG	Grupo Asia/Pacífico sobre el blanqueo de capitales
ASEAN	Asociación de Naciones del Asia Sudoriental
BCE	Banco Central Europeo
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
bpd	barriles por día
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CAC	cláusula de acción colectiva
CAD	Comité de Ayuda al Desarrollo (de la OCDE)
CE	Comisión Europea
CEI	Comunidad de Estados Independientes
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
CEPE	Comisión Económica para Europa
CFA	Comunidad Financiera Africana
CFATF	Grupo de acción financiera del Caribe
CFT	centro financiero transnacional
CFMI	Comité Financiero y Monetario Internacional
CFR	Consejo de Relaciones Exteriores (Estados Unidos)
CFRTF	Grupo de trabajo del Consejo de Relaciones Exteriores
CNIC	Comisión de Normas Internacionales de Contabilidad
CNUDMI	Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional
CNUET	Centro de las Naciones Unidas sobre las Empresas Transnacionales
CPLG	Grupo de enlace de los Principios Básicos (del CSBB)
CSBB	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea
CSPL	Comité sobre los sistemas de pago y liquidación (del BIP)
DEG	derecho especial de giro
FASB	Junta sobre normas contables financieras (Estados Unidos)
FATF/GAFI	Grupo de acción financiera sobre el blanqueo de capitales
FEF	Foro sobre Estabilidad Financiera
FIDA	Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola
FIEC	Federación Internacional de Contadores
FLAR	Fondo Latinoamericano de Reservas
FMI	Fondo Monetario Internacional
FyA	fusiones y adquisiciones
GATS	Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios
GATT	Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio
IED	inversión extranjera directa

IFI	institución financiera internacional
IFIC	Comisión de Instituciones Financieras Internacionales
IIF	Institute for International Finance
IMA	institución muy apalancada
IME	Instituto Monetario Europeo
LCC	Línea de Crédito Contingente (FMI)
MTC	Mecanismo de Tipos de Cambio
NEDD	Normas especiales para la divulgación de datos
NEI	nuevas economías industrializadas
NU/DAES	Departamento de las Naciones Unidas de Asuntos Económicos y Sociales
NVCA	National Venture Capital Association (Asociación estadounidense de capital de riesgo)
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OICV	Organización Internacional de Comisiones de Valores
OMC	Organización Mundial del Comercio
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OPI	oferta pública inicial
OURDP	opción universal de renovación de deuda con penalización
PESF	Programa de Evaluación del Sector Financiero (FMI-Banco Mundial)
PNB	producto nacional bruto
PPME	país pobre muy endeudado
SCR	Servicio de Complementación de Reservas (del FMI)
SGDD	Sistema general de divulgación de datos
SME	Sistema Monetario Europeo
SWIFT	Sociedad para las telecomunicaciones financieras mundiales interbancarias
TIC	tecnología de la información y las comunicaciones
UE	Unión Europea
UME	Unión Monetaria Europea
UNCTAD	Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo

PANORAMA GENERAL

En economía, un trimestre es mucho tiempo. En las reuniones anuales del Fondo y el Banco, celebradas en Praga el pasado mes de septiembre, el clima era optimista. La economía mundial había superado una serie de perturbaciones financieras en los mercados emergentes, la economía estadounidense seguía avanzando impulsada por la "nueva economía", Europa daba finalmente señales de una sólida recuperación y el Japón empezaba a salir de una prolongada recesión. Las cifras del crecimiento se corregían al alza. La única nube en el horizonte era la subida de los precios del petróleo.

Hoy día el talante ha cambiado. Preocupa no saber hasta dónde, y con qué rapidez, se desacelerará la economía de los Estados Unidos, y si los instrumentos macroeconómicos tradicionales pueden facilitar una pronta recuperación; hasta qué punto es vulnerable el dólar; si tampoco esta vez la incipiente recuperación del Japón llegará a mateliazarse; si la locomotora europea podrá acelerarse lo suficiente para evitar que la economía mundial descarrile, y en caso contrario, qué consecuencias tendría una contracción mundial de la economía para la recuperación, aún frágil, de Asia. Una nota más optimista la da la desaparición de la nube del petróleo en el horizonte; en el momento de celebrarse la reunión de Praga los precios del petróleo ya habían dejado atrás su punto culminante. Diríase que el análisis económico tradicional no se adapta muy bien a los vaivenes de un mundo en trance de globalización.

La secretaría de la UNCTAD viene advirtiendo desde hace algún tiempo que la excesiva liberalización financiera está creando un mundo caracterizado por la inestabilidad sistémica y las crisis recurrentes. A esto se suele responder que estas crisis son achacables a políticas equivocadas y al amiguismo que predomina en las prácticas de inversión en los mercados emergentes. Queda por ver si se oirán acusaciones similares a medida que la desaceleración de la economía pone de manifiesto los excesos financieros y las inversiones antieconómicas en los Estados Unidos; en todo caso, no serán más útiles de lo que fueron después de la crisis asiática. Los mercados pueden equivocarse -y se equivocan- tanto en los países en desarrollo como en los países desarrollados. Pero son los políticos los que han de arbitrar las medidas preventivas y los remedios adecuados.

Esta tarea es ciertamente difícil en una economía mundial altamente integrada. Sin embargo, las normas e instituciones financieras multilaterales se crearon precisamente para evitar que se repitiera el caos económico de entre guerras, derivado de los persistentes desórdenes monetarios y de pagos y del excesivo recurso a los flujos de capital a corto plazo. Es triste pensar que desde que colapsó el sistema de Bretton Woods, el mundo no se ha preparado suficientemente para hacer frente a la reaparición de estos problemas. Los anuncios de una vasta reforma de la estructura financiera internacional después de la crisis asiática se quedaron en simples rumores. No obstante, si empieza a soplar un fuerte viento del Norte, la economía mundial se enfriará mucho más que si los vientos vienen del Sur. Es de esperar que esta amenaza baste para dar nueva vida a los intentos de reforma.

CONTRACCIÓN ECONÓMICA MUNDIAL Y PERSPECTIVAS

Los resultados de la economía mundial en el año 2000 han sido los mejores en más de una década. En todas las regiones las cifras de crecimiento fueron más altas, y la recuperación de América Latina y de las economías de transición fue mayor de lo previsto. Además, estos resultados se lograron en un contexto de fuerte subida de los precios del petróleo. Aunque los impulsos positivos derivados de medidas adoptadas el año anterior, en particular la abundante inyección de liquidez para conjurar el efecto 2000 y facilitar la introducción del euro, contribuyeron a mantener el ritmo de crecimiento, fue la constante solidez de la economía de los Estados Unidos la que permitió alcanzar un incremento del 4% del producto mundial. Algunos observadores opinaban que la combinación de la desreglamentación de los mercados y las nuevas tecnologías de la información había privado de validez a las anticuadas ideas sobre el modo de funcionamiento de la economía, y muchos confiaban en entrar en una nueva era de prosperidad mundial sin precedentes.

La situación cambió espectacularmente en el último trimestre del 2000 y comienzos del presente año. La economía de los Estados Unidos acusó un brusco descenso y el aterrizaje podría ser más duro de lo que preveían los optimistas. La bonanza de la alta tecnología se ha acabado, con la consiguiente caída de los gastos de inversión que se ha visto agravada por la menor confianza de los consumidores y la amenaza de cuantiosas pérdidas de puestos de trabajo, tanto en la nueva como en la vieja economía. La Reserva Federal reaccionó rápidamente con dos bajadas de los tipos de interés en el mes de enero, y se prevén nuevos recortes. Está por ver si se trata del tipo de contracción cíclica de la economía estadounidense que respondería positivamente a estas medidas, y si se conseguirá una rápida recuperación, pasando en dos o tres trimestres de una tasa de crecimiento nula o negativa a una tasa potencial de más del 3%. Si ello no es así, ¿cabe prever un período más prolongado de desinversión y reestructuración de la deuda en los Estados Unidos, parecido al que se registró en el Japón y en algunos países europeos a comienzos de los años noventa?

Muchos esperan que la breve contracción keynesiana en los Estados Unidos pueda corregirse con las adecuadas medidas monetarias y fiscales. Algunos indicadores de comienzos del año daban pie a un prudente optimismo: los precios del petróleo estaban por debajo de su nivel máximo anterior; los precios de las acciones parecían en fase de estabilización, y la balanza comercial había empezado a mejorar. También es alentadora la rápida y decisiva acción de la Reserva Federal. Los recortes fiscales que se están estudiando, si se efectúan en el momento oportuno y benefician a los sectores apropiados, podrían estabilizar aún más la situación.

Sin embargo, aunque se mantenga la firme dirección política de los últimos años, es dudoso que las políticas macroeconómicas tradicionales acaben imponiéndose, dado el elevado nivel del endeudamiento privado, el exceso de inversiones durante el auge tecnológico y las incertidumbres que subsisten con respecto al dólar. Mientras el sector público se prepara a enjugar su deuda pendiente, la deuda del sector privado ha alcanzado niveles sin precedentes. A medida que se modera el crecimiento de sus ingresos, las familias tendrán que endeudarse más para mantener su nivel actual de gasto, en el momento mismo en que les resulta más difícil mantenerse al día de los pagos de su deuda. Al propio tiempo, gran parte de la inversión schumpeteriana en alta tecnología, sostenida por el auge del capital especulativo y la "burbuja" de la bolsa, podrían perderse con el retorno a una situación financiera normal. Si las familias y el sector empresarial limitaran simultáneamente sus gastos a sus ingresos corrientes, podría registrarse un descenso considerable del PIB.

La inexistencia de precedentes recientes de un período tan prolongado de expansión debería obligar a la prudencia a la hora de enjuiciar la actual desaceleración de la economía. Sin embargo, las distintas presiones contrastantes apuntan a un futuro incierto; cualquier cambio repentino de los estados de ánimo o de las políticas podría provocar un desplome

todavía peor que el que muchos están teniendo, y poner en entredicho una rápida recuperación.

Habida cuenta de la importancia de la economía estadounidense para el fomento de la demanda global en los últimos años, sus perspectivas son de interés para todo el mundo. La creciente integración de la economía mundial significa ciertamente que las perturbaciones, tanto reales como financieras, se transmitirán con mucha mayor rapidez de una a otra región, país o sector. Al propio tiempo, dada la interconexión existente entre las finanzas y la producción, estas perturbaciones pueden tener consecuencias imprevistas, como han demostrado las crisis financieras que empezaron a declararse en Asia en 1997.

Sea lo que fuere lo que el futuro inmediato reserva a los Estados Unidos, el destino último de la economía mundial no puede quedar al albur de las políticas y los acontecimientos en un solo país. La interdependencia cada vez mayor, obliga a las principales economías industrializadas a conjugar sus esfuerzos a fin de que los beneficios de la globalización se distribuyan ampliamente, y en particular lleguen a los países en desarrollo. Así pues, seguir adelante como si no hubiera pasado nada no es lo mejor que pueden hacer los que deciden las políticas en cualquier país.

En el año 2000 el crecimiento en Europa franqueó la barrera del 3% por primera vez en más de una década, pero los principales indicadores apuntan a un descenso en 2001. Ahora que se ha conseguido controlar los déficit presupuestarios, la cuenta corriente está en buen estado y hay pocas señales de presiones inflacionarias, la vía está libre para una política macroeconómica expansionaria. La bajada de los tipos de interés en los Estados Unidos y las perspectivas de una recuperación del euro, que debería atenuar aún más la presión sobre la política monetaria, dejan a Europa en buena situación para asumir responsabilidades económicas mundiales e impulsar la demanda global, contrarrestando así los efectos de la desaceleración en los Estados Unidos. Con todo, la Unión Europea parece reacia a poner a prueba los límites de su crecimiento potencial, como hicieron los Estados Unidos en la segunda mitad de los años noventa; sin embargo, esto es necesario también para superar su persistente y elevado nivel de desempleo. El Banco Central Europeo sostiene que no hay indicios de que la tasa de crecimiento potencial en la zona del euro vaya a exceder de un modesto 2,0-2,5%, con lo que quiere decir que no ve posibilidades inmediatas de relajar la política monetaria sin que ello tenga consecuencias inflacionarias. Quizás deba reconsiderarse esta actitud si, como parece probable, el impacto para la Unión Europea de la desaceleración en los Estados Unidos es más fuerte de lo que podría pensarse considerando sus limitados vínculos comerciales con ese país.

No es probable que el Japón ocupe el espacio vacante, dada la fragilidad de su recuperación y lo mucho que depende del mercado de los Estados Unidos. Su expansión incipiente, que parecía sólida en el primer semestre de 2000, estaba basada en el aumento de las exportaciones netas, pero en el tercer trimestre del año el crecimiento fue otra vez negativo. La baja del dólar y la debilidad de la demanda en el mercado estadounidense hacen que la recuperación deba apoyarse en una fuerte demanda interna. Empero, como las inversiones internas están aún estrechamente vinculadas con las exportaciones, y el desempleo gana terreno de nuevo, no está nada claro de dónde habrá de venir el impulso.

Los Gobiernos japoneses han reaccionado repetidamente a la atonía reinante con medidas fiscales más activas, pero ahora que la deuda pública se encuentra a un nivel sin precedentes la presión en favor de una consolidación fiscal está empezando a dejarse sentir en la política macroeconómica. Asimismo, existe una considerable incertidumbre en cuanto al rumbo que tomará la política monetaria; el Banco Central ya no parece dispuesto a limitarse a una política de tipos de interés nulos, en la que ve un obstáculo a la reestructuración financiera. Las perspectivas de una menor liquidez y una mayor rigidez fiscal, junto con el empeoramiento de las previsiones de exportación, podrían frustrar una vez más la recuperación en el momento en que empezaba a cobrar impulso.

Como mucho depende aún de lo que piensen y hagan los responsables de Washington, un diagnóstico optimista de la economía mundial sería prematuro. Aunque el crecimiento europeo en 2001 fuera igual al crecimiento anterior de los Estados Unidos, ello no surtirá el mismo efecto en los países en desarrollo, que tienden a importar menos de Europa. Así pues, el riesgo de pérdidas para los países en desarrollo es considerable.

La desaceleración económica de los Estados Unidos propagarse por conducto de los flujos comerciales. Este peligro se puso claramente de manifiesto con la experiencia asiática, cuando el menor crecimiento de las exportaciones de alta tecnología influyó decisivamente en el aumento de la fragilidad externa, y el comercio intrarregional multiplicó las repercusiones de las perturbaciones financieras subsiguientes. Igualmente significativo es el importante papel que desempeñó el fuerte crecimiento de las exportaciones en la recuperación de las economías asiáticas. En el año 2000 el crecimiento de las exportaciones estadounidenses fue de dos dígitos por tercer año consecutivo. Los beneficios que obtuvieron los países en desarrollo y las economías en transición fueron notables, y se calcula que los volúmenes totales de exportación de esos dos grupos han aumentado en más del 10 y más del 15% respectivamente. Otro factor que favoreció a estos países fue la mejora de su relación de intercambio, gracias al alza sostenida de los precios del petróleo. Las perspectivas para el año en curso son mucho menos favorables.

Otra vía de contagio son los mercados financieros y monetarios. El descenso de los tipos de interés en los Estados Unidos beneficiará ciertamente a países que poseen un volumen importante de deuda en dólares. Los flujos de capital también podrían reorientarse hacia los mercados emergentes, ya que el descenso de los beneficios en los Estados Unidos inhibe la entrada de capitales que tratan de incorporarse a la revolución de la alta tecnología, y la caída de los tipos de interés reduce la entrada de capitales para operaciones de arbitraje a corto plazo. Sin embargo, es igualmente posible que la desaceleración económica en los Estados Unidos acentúe las tendencias conservadoras en los mercados financieros mundiales y que se eleve la prima de liquidez de los activos en dólares y la diversificación de riesgos en los préstamos del mercado emergente, lo que anularía los beneficios del descenso de los tipos de interés estadounidenses. En tal caso, los flujos de capital a los países en desarrollo apenas superarían sus decepcionantes niveles del año 2000.

La presencia de diferentes cauces de transmisión hace pensar que la desaceleración económica en los Estados Unidos se dejará sentir de un modo muy distinto en las diferentes regiones del mundo en desarrollo. El Asia oriental fue la región de crecimiento más rápido el año pasado. Tras la fuerte recuperación en 1999 de la mayoría de las economías dañadas por los trastornos financieros de 1997-1998, en 2000 el crecimiento volvió a acelerarse. Las exportaciones a los Estados Unidos, que representaron más del 20% del PIB de Malasia, el 10% del de Tailandia y el 7% del de la República de Corea, desempeñaron un papel fundamental, especialmente las de sectores de alta tecnología. La coincidencia actual de una disminución de las ventas en los Estados Unidos y el descenso de los precios de los semiconductores ha dado lugar al empeoramiento de la relación de intercambio y a una disminución de los ingresos de exportación en todos esos países. Por consiguiente, se prevé que en el año en curso el crecimiento sea menor en toda la región. Podría ocurrir de nuevo que los vínculos comerciales intrarregionales amplíen las repercusiones negativas de esas perturbaciones, provocando una nueva serie de fluctuaciones desestabilizadoras de los tipos de cambio en toda la región. Además, las economías se están desacelerando en un momento en que la reestructuración financiera y empresarial tropieza con dificultades en varios países.

La economía de China también es sensible a la evolución de la situación en los Estados Unidos, país al que van destinadas más del 20% de sus exportaciones. Si bien el sólido crecimiento del año pasado permite abrigar esperanzas de que China pueda sortear con éxito los efectos de la contracción económica en los Estados Unidos, como ocurrió con la crisis asiática, las prolongadas, y por ahora inconclusas negociaciones para la adhesión a la OMC complican los intentos de establecer el necesario equilibrio de las políticas. Las perspectivas de que China ingrese en la OMC en un futuro próximo preocupan también a algunos de los exportadores más pequeños de Asia, cuyas economías son de alta densidad de mano de obra y que temen perder competitividad en el momento mismo en que sus

perspectivas de exportación se ven oscurecidas por la contracción de la demanda de importación en los Estados Unidos.

El impacto de la desaceleración de la economía estadounidense en América Latina es más difícil de calibrar. En el año 2000 la recuperación en esa región fue más fuerte de lo previsto, y, tras el estancamiento registrado el año anterior, el crecimiento alcanzó casi el 4%. Sin embargo, el panorama general oculta grandes variaciones entre los países. México, que representa una quinta parte del producto regional, registró un crecimiento de alrededor del 7% gracias a sus estrechas vinculaciones económicas con los Estados Unidos (que absorbe del 85 al 90% de las exportaciones mexicanas) y a la subida de los precios de exportación de su petróleo. No parece probable que la economía mexicana eluda las consecuencias de la contracción económica en los Estados Unidos, aunque el descenso de los tipos de interés podría contribuir a ello. Además, existe cierta preocupación, compartida con algunos países de Centroamérica y el Caribe, por la posibilidad de que China haga una mayor competencia después de su ingreso en la OMC.

Es probable que las repercusiones en el resto de América Latina sean distintas. En vista del debilitamiento de los vínculos comerciales con los Estados Unidos y de la fuerte dependencia de las entradas de capitales, la mejora de la situación financiera externa en esos países podría contrarrestar con creces los efectos de la reducción de la demanda estadounidense en sus exportaciones. Al no registrarse un aumento significativo de los márgenes de riesgo, la bajada de los tipos de interés estadounidenses debería traducirse en una disminución del costo de los empréstitos y del servicio de la deuda, lo que atenuaría la presión sobre las balanzas de pagos y los presupuestos. Además, en los países que han optado por establecer una junta monetaria, o por la dolarización pura y simple, un dólar más débil mejora la competitividad frente a terceros. La Argentina podría acabar siendo la gran beneficiada por ambos conceptos, liberándose del círculo vicioso del estancamiento y el ajuste deflacionario a los choques externos de 1998-1999. El Brasil debería beneficiarse también de la mejora de la situación financiera, aunque en menor medida.

Aunque hay razones para sentirse optimista, el peligro real para América Latina estriba en la disminución de las expectativas. Los responsables políticos de toda la región parecen contentarse con un objetivo de crecimiento del 3 al 4%, muy inferior al que se necesita para pasar al siguiente nivel de desarrollo. Además, al haber un mayor número de países que optan por la dolarización, aumenta la dependencia de la situación en los Estados Unidos y de las políticas que decida adoptar este país. Una contracción más fuerte en los Estados Unidos que provoque una nueva situación de incertidumbre financiera y una reconsideración de los riesgos, podría muy bien anular los beneficios potenciales de la debilidad del dólar y el descenso de los tipos de interés y, junto con la reducción de la actividad exportadora, empeorar aún más las perspectivas de crecimiento.

En el caso de África existe una cierta asimetría en el impacto de las fluctuaciones en la actividad económica mundial. Debido a las rigideces de la oferta, los países menos adelantados de África que basan su economía en la exportación de uno o dos productos primarios no pueden aprovechar plenamente la expansión mundial aumentando sus volúmenes de exportación; en cambio, a menudo reciben de lleno el impacto de la caída de los precios de los productos básicos. En los años noventa los precios de un gran número de productos que exporta África fueron en descenso. La subida de los precios del petróleo benefició a algunos países en 1999, y también en 2000, pero para otros países, y en particular los muchos que dependen de las importaciones de petróleo, la consecuencia fue una agudización del déficit de recursos.

Así pues, a pesar del fuerte incremento de la economía mundial en 2000, la tasa de crecimiento de África aumentó poco, en un 3,5%, o sea menos que la tasa anterior a la crisis financiera asiática y muy por debajo de lo que se necesita para hacer frente a los problemas de la creciente pobreza y el deterioro de la situación sanitaria. Ya antes de que se produjera la desaceleración económica en los Estados Unidos, los pronósticos de crecimiento se estaban revisando a la baja por la persistente atonía de algunas de las principales economías, las

condiciones climatológicas desfavorables y las perturbaciones causadas por la inestabilidad civil y política.

En estas circunstancias, cualquier crisis de alcance mundial tendría consecuencias especialmente nocivas para los países africanos. No es sorprendente que la ayuda y el alivio de la deuda ocupen lugares destacados en sus programas políticos. La región debería beneficiarse de la reducción bilateral de la deuda concedida por algunos países industrializados a las economías más pobres, así como de las recientes iniciativas europeas y estadounidenses de abrir sus mercados a las economías más pobres de África. No obstante, como la iniciativa en favor de los países en desarrollo muy endeudados todavía avanza con excesiva lentitud, y como ya se va reconociendo que las ventajas financieras son muy inferiores a lo previsto, es urgentemente necesario adoptar un planteamiento más audaz del alivio multilateral de la deuda.

Las economías en transición se beneficiaron en gran medida de las condiciones favorables del comercio en 2000. Por primera vez desde que cayó el Muro de Berlín el PIB aumentó en todos los países. En la Federación de Rusia el crecimiento se aceleró considerablemente gracias a la fuerte demanda de sus exportaciones primarias, en particular el petróleo. En otros países las mejoras se debieron al sector industrial, sobre todo en los países de Europa oriental que se aprovecharon del pronunciado crecimiento de las exportaciones de manufacturas a la Unión Europea. Aun así, el hecho de que la recuperación parte de un nivel bajo, y que se ha producido en el contexto de una situación favorable de la demanda mundial, significa que muchas de las economías en transición sufrirán los efectos de la contracción de la economía mundial, y que cualquier recuperación posterior deberá basarse en gran parte en los estímulos derivados de la demanda interna.

* * *

La contracción de la economía estadounidense, las dificultades estructurales no resueltas y la debilidad del crecimiento en el Japón, así como la excesiva importancia que las políticas monetarias siguen atribuyendo a la inflación en Europa, hacen que los principales países industrializados vayan coincidiendo en reducir el ritmo de su actividad económica. A pesar de las decisivas medidas adoptadas, la rápida recuperación de la economía de los Estados Unidos se ve obstaculizada por los excesos financieros de un período de expansión sin precedentes. Además, otro factor que complica la transición ordenada a un mundo en el que todas las principales economías avancen en la misma dirección es la incertidumbre que rodea el ajuste de los tipos de cambio a los desequilibrios comerciales que se han ido acumulando en los últimos años. Un rápido debilitamiento del dólar no sólo pondría en entredicho la capacidad de la política monetaria estadounidense de responder con energía al empeoramiento de la situación, sino que además podría revelar fragilidades financieras en otros países. Por todos estos motivos, la contracción y la inestabilidad de la economía mundial podrían ser más pronunciadas que en condiciones cíclicas normales. De ahí que la cooperación entre los principales actores de la economía mundial sea aún más necesaria, como lo es la acción responsable por parte de éstos.

LA REFORMA DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

Entre la miopía de los mercados mundiales y el mito de la gobernabilidad global, las normas e instituciones multilaterales podrían contribuir a reducir la inestabilidad de los mercados y a evitar que se adopten políticas mutuamente incompatibles en respuesta a los choques económicos. Los arquitectos del sistema multilateral de la posguerra que se reunieron en Bretton Woods habían aprendido de la historia que los mercados financieros son una fuente particularmente fecunda de inestabilidad y de crisis, y que el control de los flujos internacionales de capital es una condición previa de la estabilidad monetaria, la reactivación del comercio y del crecimiento económico y el logro del pleno empleo.

El colapso del sistema de Bretton Woods a comienzos de los años setenta fue seguido de un período de incertidumbre e inestabilidad económica y financiera que reúne por lo menos algunas de las características del período de entre guerras. En diversas instancias se adoptaron iniciativas con la esperanza de encontrar un sistema de gobernabilidad que fuera compatible con los tipos de cambio flexibles y las entradas de capitales privados en gran escala. Estas iniciativas se han apuntado algunos éxitos pero, en general, sus resultados han sido insatisfactorios, debido en parte a que se basaban en el principio de mantener separados los problemas de los países desarrollados y los de los países en desarrollo, en el contexto de los acuerdos financieros multilaterales.

Cuando estalló la crisis financiera asiática parecía que todo esto fuese a cambiar. La violencia de las fuerzas económicas desencadenadas a raíz del colapso del baht tailandés en julio de 1997, entre países con antecedentes de buena gestión pública y disciplina macroeconómica, pareció confirmar la naturaleza sistémica y el alcance global de las crisis monetarias y financieras. Sin embargo, aunque en un principio algunos responsables políticos de las principales economías industrializadas comprendieron la importancia y la necesidad de reformar los sistemas, los movimientos posteriores en este sentido no dieron resultado. En vez de establecer instituciones y mecanismos de carácter internacional para hacer menos probables estas crisis o gestionirlas mejor cuando se produzcan, la reforma de las instituciones y las políticas internas en los países en desarrollo se ha planteado de un modo excesivamente unilateral.

En los últimos años se ha dado prioridad a las medidas destinadas a disciplinar a los deudores y establecer costosos mecanismos de autodefensa. Se ha exhortado a los países gestionar mejor el riesgo adoptando normas financieras estrictas, mejorando la transparencia, estableciendo regímenes cambiarios adecuados, acumulando grandes reservas y concertando acuerdos voluntarios con los acreedores privados para hacerles participar en la solución de las crisis. Aunque algunas de estas reformas son evidentemente útiles, todas ellas parten del supuesto de que la causa de la crisis ha de buscarse sobre todo en la debilidad política e institucional de los países deudores, y atribuyen por consiguiente a estos países la responsabilidad principal de la reforma. En cambio, se presta poca atención al papel de las instituciones y las políticas de los países acreedores como detonantes de las crisis financieras internacionales.

* * *

Las propuestas de crear nuevas instituciones internacionales destinadas explícitamente a regular y estabilizar los flujos internacionales de capitales han sido desestimadas sumariamente por algunos críticos, que ven en ellas la obra de disidentes desprovistos de sentido político y criterio técnico. Los métodos preferidos de la reforma han consistido en establecer diversos códigos y normas para contribuir al fortalecimiento de los sistemas financieros internos de los países deudores, facilitar la formulación de sus políticas macroeconómicas y financieras y mejorar el acopio y la comunicación de información. Las instituciones de Bretton Woods, los organismos con sede en Basilea y el Foro de Estabilidad Financiera ya han hecho una serie de propuestas en este sentido.

Es evidente que estas medidas pueden resultar beneficiosas, pero sólo será posible evaluarlas adecuadamente en el contexto del proceso evolutivo de la estabilización de los mercados financieros mundiales. Una preocupación más inmediata de los países en desarrollo es que las propuestas que se han hecho hasta ahora en relación con los códigos y las normas se basan en la opinión de que los principales problemas se localizan en los países que reciben capitales, pero no entrañan un cambio fundamental en las políticas y las prácticas de los países de origen ni la mejora de la transparencia y la reglamentación de las operaciones financieras transfronterizas actualmente no reguladas. Y, a pesar del énfasis atribuido al carácter voluntario de su adopción, existe el peligro de que los incentivos y las sanciones vinculados al proceso normativo se conviertan en rasgos característicos de la vigilancia y la condicionalidad del FMI, cuyo cumplimiento supondría una nueva y pesada carga para la capacidad administrativa de muchos países.

Como el proceso de mejora de códigos y normas parte del supuesto de que se incorporarán a un sistema financiero mundial estable y predecible, estas medidas no contribuyen mucho a la protección inmediata de los países en desarrollo contra las fluctuaciones -originadas en la oferta- de los flujos internacionales de capital, que están muy influidos por las políticas y las condiciones monetarias de los principales países industrializados. Casi todas las crisis importantes en los mercados emergentes han estado relacionadas con variaciones de los tipos de cambio y las políticas monetarias de esos países. Gran parte de este problema es imputable al hecho de que tras el colapso de los acuerdos de Bretton Woods no se instauró un sistema estable de tipos de cambio. En aquel entonces se esperaba que la flotación de las principales monedas de reserva daría lugar automáticamente a un reajuste ordenado de las balanzas de pago, el aumento de la estabilidad cambiaria y una mayor autonomía de la política macroeconómica. Ello no ha sido así. Con todo, si las economías del G-3 no han salido muy mal paradas del comportamiento irregular de los tipos de cambio, no puede decirse lo mismo de los países en desarrollo deudores, que dependen más del comercio y cuyo perfil crediticio les expone a un mayor riesgo monetario.

A pesar del amplio consenso en favor de que las instituciones de Bretton Woods vuelvan a dedicarse a lo que hacen mejor, el debate sobre la reforma del sistema financiero y monetario internacional ha evitado hasta ahora un examen serio del modo en que el Fondo podría contribuir a la reconstitución de un sistema de cambio estable de las monedas del G-3. Las propuestas para conseguir una mayor estabilidad mediante la intervención coordinada y una acción normativa macroeconómica -incluso delimitando oficialmente las zonas destinatarias- se han descartado, y el debate se ha concentrado en el pro y el contra para los países en desarrollo de los regímenes cambiarios fijos o flotantes y de las políticas macroeconómicas compatibles con una u otra de estas soluciones extremas. Esto no tiene en cuenta las indicaciones cada vez más numerosas de que los países en desarrollo no pueden garantizar unilateralmente la alineación correcta y la estabilidad de sus tipos de cambio mientras que las principales monedas de reserva sufran frecuentes fluctuaciones y desalineaciones y los flujos internacionales de capital acusen fuertes oscilaciones que escapan al control de los países receptores.

Se ha avanzado poco en la determinación del mejor procedimiento para impedir las crisis financieras, y ello ha hecho que se prestase atención creciente a los medios de limitar los daños que causan estas crisis, mediante una respuesta más rápida y eficaz cuando se producen. Hasta ahora se preferían los grandes planes de emergencia en la mayoría de los países tanto acreedores como deudores, pero este procedimiento es cada vez más problemático. Estos planes no sólo crean un riesgo subjetivo para los acreedores sino que además hacen cargar con el peso de la crisis a los contribuyentes de los países deudores. Además, este método suscita oposiciones políticas en los países acreedores, a medida que las crisis se hacen más amplias y frecuentes y se requieren fondos cada vez más abundantes.

Así pues, se han buscado los medios de restablecer el equilibrio de la carga de la deuda entre los acreedores oficiales y los privados, así como entre los acreedores y los deudores, haciendo participar a los acreedores privados en la gestión y la solución de las crisis. Es una cuestión polémica. Aunque la comunidad internacional ha acabado reconociendo que la disciplina de mercado sólo funciona si los acreedores asumen las consecuencias de los riesgos que aceptan, no ha podido llegar a un acuerdo sobre el modo de materializar este principio.

La secretaría de la UNCTAD viene propugnando desde hace algún tiempo una suspensión temporal de los pagos de la deuda en situaciones de crisis para evitar que los acreedores se apoderen de los activos, acompañada de la concesión de préstamos a los países con atrasos a fin que los deudores tengan acceso a capital de operaciones. Aunque con estos métodos no es menester un procedimiento internacional de quiebra propiamente dicho, sí necesitan un respaldo obligatorio efectivo a nivel internacional. Este respaldo tropieza con una fuerte oposición de algunas de las principales Potencias económicas y participantes en el mercado, que prefieren los acuerdos voluntarios entre deudores y acreedores. Los gobiernos de algunos países deudores también se han mostrado reacios a aceptar esta propuesta por el temor de ver reducido su acceso a los mercados internacionales de capitales. Sin embargo, los acuerdos voluntarios, aunque pueden contribuir a la reestructuración de la deuda, no es probable que pongan fin al apoderamiento de los activos. También en este caso las indicaciones derivadas de los recientes acuerdos de pagos hacen pensar que sin una protección oficial de los deudores los acreedores seguirán disfrutando de una posición claramente ventajosa.

Una estrategia creíble para hacer que el sector privado participe en la gestión y la solución de las crisis debería conjugar las suspensiones temporales obligatorias con la estricta limitación del acceso a los recursos del Fondo. Un primer paso en esta dirección sería establecer directrices explícitas, en el marco del Convenio Constitutivo del FMI, que permitan suspender las demandas de los acreedores para proporcionar protección legal a los deudores que decreten suspensiones temporales de los pagos. Por otra parte, como el principal objetivo de los préstamos en gran escala para las crisis o las situaciones imprevistas consistiría en mantener a los deudores al día en sus obligaciones con los acreedores, sería difícil garantizar la participación del sector privado sin limitar el acceso a la financiación del FMI. La idea de que es necesario limitar los préstamos para situaciones de crisis suscita desde luego una aceptación creciente. Al fijar estos límites, debe reconocerse que las actuales cuotas del FMI han quedado muy a la zaga del crecimiento mundial de la producción, el comercio y los flujos financieros, y quizás no sirvan de criterio para determinar los límites convenientes al acceso normal. No obstante, el criterio vigente parece favorecer todavía los grandes planes para los países que se considere presentan riesgos sistémicos, mientras que otros países verían limitado su acceso y se sentirían incitados a suspender los pagos para facilitar la participación de sus instituciones privadas de crédito en la solución de sus dificultades financieras.

Los mencionados anteriormente no son los únicos cambios necesitados de los mandatos y las políticas de las instituciones de Bretton Woods. En las dos últimas décadas, la poca disposición de los países adelantados a ceder ante el FMI en cuestiones monetarias y financieras polémicas que afectan directamente a sus intereses ha hecho perder toda utilidad práctica a la vigilancia por el Fondo de las políticas de los principales actores del sistema global. En cambio ha aumentado la vigilancia de los países en desarrollo, que ahora se ha hecho extensiva al sector financiero, de conformidad con el diagnóstico según el cual los principales fallos se dan en los países deudores.

Una consecuencia de esta situación ha sido el aumento de las condiciones vinculadas a los préstamos del FMI para los países que hacen frente a crisis reales o potenciales. A este respecto preocupa mucho la posibilidad de que resulte mermada la responsabilidad soberana, aunque cada vez se pone más en duda la eficacia de la vigilancia del FMI. Estas preocupaciones aumentaron a raíz de la crisis del Asia oriental, donde una condicionalidad excesiva dio lugar a la adopción de políticas que intensificaron la crisis. De resultas de ello ha habido llamamientos, incluso en el Comité Monetario y Financiero Internacional, para que se simplifique y se reoriente la vigilancia de conformidad con el cometido esencial del Fondo en las reformas de la política macroeconómica y sectores afines. Sin embargo, las recientes dificultades financieras de Turquía y la Argentina son un ejemplo de la reluctancia a abandonar la práctica anterior consistente en incorporar amplias recomendaciones de política a cualquier plan de préstamos negociado por el FMI.

Las oscilaciones de los tipos de cambio y las políticas monetarias de los principales países industrializados actúan como agente catalizador de las crisis en otros centros de la economía mundial, y por ello una prioridad del proceso de reforma es reforzar los mecanismos de vigilancia para alcanzar un grado mínimo de coherencia entre las políticas macroeconómicas de esos países. En vista de la asimetría de las prácticas existentes, un medio de seguir avanzando podría consistir en vincular los procedimientos de vigilancia con un mecanismo análogo al utilizado para resolver las diferencias en el comercio internacional, que permitiría considerar los desacuerdos sobre los efectos de las políticas macroeconómicas y financieras, y tratar de resolverlos.

Las propuestas más radicales de reforma hechas hasta ahora trataban de aprovechar el consenso existente en cuanto a que el Fondo debe proporcionar liquidez internacional no sólo a los países con dificultades de cuenta corriente sino también a aquellos que hacen frente a crisis de la cuenta de capital. Según la Comisión Meltzer, ha llegado el momento de que el Fondo se convierta en un prestamista de última instancia para cualquier economía que pueda satisfacer una serie de condiciones previas de solvencia. Esta propuesta plantea dos dificultades principales. Por una parte, es probable que dé lugar a planes de mucha mayor envergadura que los actuales préstamos de crisis, con los consiguientes riesgos subjetivos para los prestamistas y la falta de incentivos para recurrir al sector privado. Por otra parte, un cambio radical en los préstamos del FMI para la financiación de la cuenta de capital a corto plazo negaría el acceso a la financiación multilateral a todos los países en desarrollo que se consideran poco importantes desde el punto de vista sistémico. Estas propuestas confían excesivamente en las fuerzas de mercado, tanto para resolver las crisis financieras como para obtener fondos con destino al desarrollo.

Uno de los objetivos originales del FMI consistía en proporcionar financiación a corto plazo a los países que tuvieran problemas de cuenta corriente debido a choques y perturbaciones temporales, a fin de garantizar un proceso ordenado de ajuste. La experiencia sigue demostrando que con frecuencia los mercados financieros no satisfacen estas necesidades, por cuanto tienden a ser procíclicos. Dada la mayor estabilidad del entorno financiero y del comercio exterior de los países en desarrollo, una reforma eficaz de las instituciones de Bretton Woods debería tratar de mejorar, no eliminar, la financiación anticíclica y de emergencia para el comercio y otras transacciones corrientes.

No cabe duda de que existen dificultades conceptuales y técnicas en el diseño de mecanismos globales razonablemente efectivos que permitan alcanzar la estabilidad monetaria y financiera. Estas dificultades se plantean ya en el diseño de sistemas nacionales. A nivel internacional hay otros problemas políticos relacionados con la necesidad de mantener un justo equilibrio entre las disciplinas multilaterales y la soberanía nacional. Es más, los obstáculos y conflictos políticos parecen ser la principal razón de que la comunidad internacional no haya logrado progresos significativos en el establecimiento de dispositivos globales eficaces para la prevención y la gestión de las crisis financieras. En particular, el proceso ha estado condicionado por los intereses de los principales países acreedores, que son los que más poder tienen en las instituciones financieras multilaterales y también en organismos creados más recientemente con la intención explícita de reformar la estructura financiera internacional. De resultas de ello, muchas de las cuestiones de importancia capital para los países en desarrollo han quedado excluidas del programa de reforma.

Si se quiere que sea creíble, la reforma de las estructuras financieras existentes debe prever una influencia colectiva mucho mayor de los países en desarrollo y ser la expresión de un auténtico espíritu de cooperación entre todos los países. Para ello habrá que rehacer a fondo el programa de reforma. Asimismo, deberá estudiarse detenidamente la representación en las actuales instituciones financieras multilaterales, y sus prácticas de adopción de decisiones.

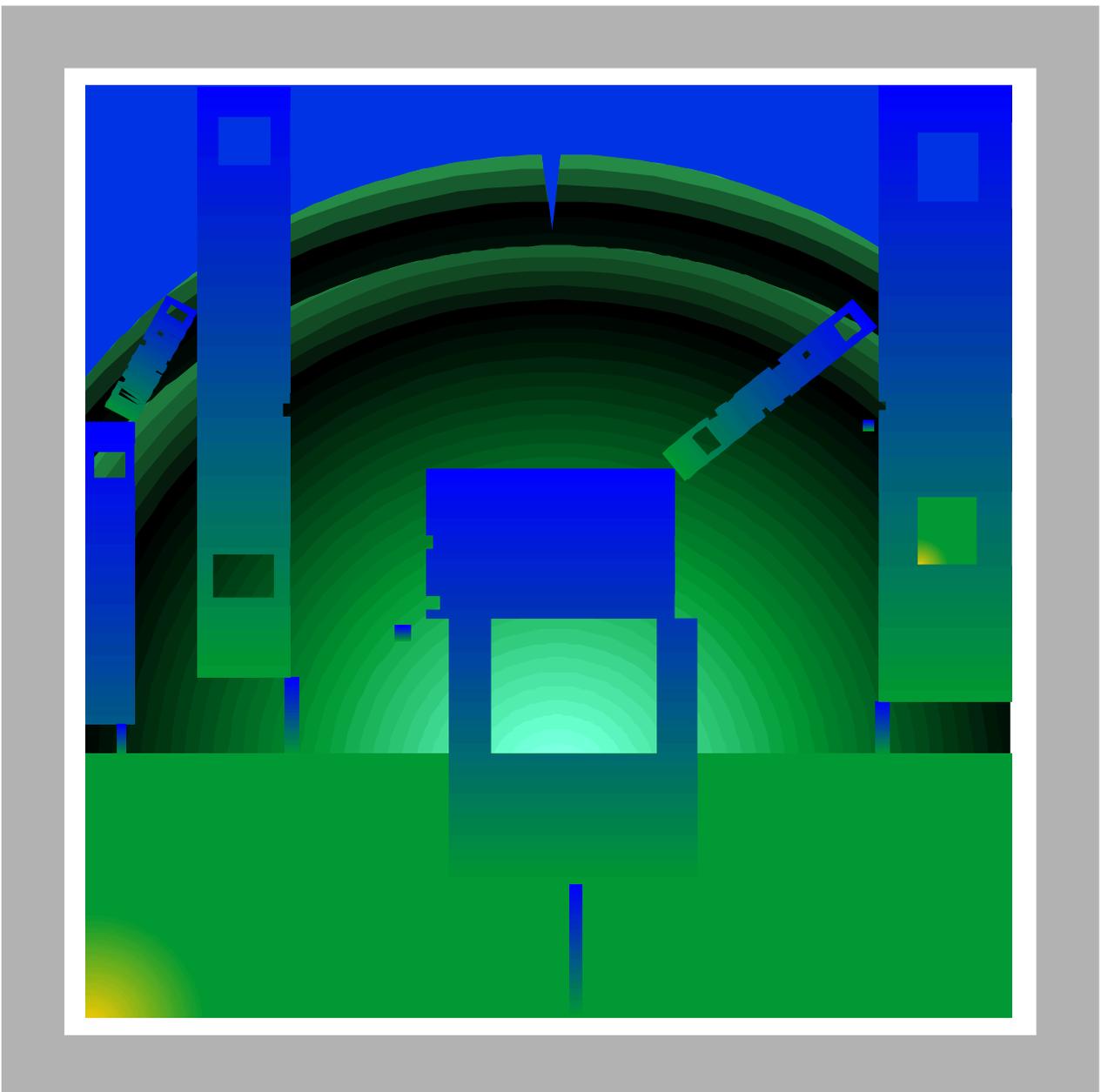
Sin embargo, es igualmente importante que los propios países en desarrollo lleguen a un consenso sobre cómo quieren que proceda la reforma. Aunque este consenso no existe respecto de varios temas del programa de reforma, hay muchos objetivos compartidos, como por ejemplo los siguientes: un trato más equilibrado y simétrico de los deudores y los acreedores respecto de las normas, los códigos, la transparencia y la regulación; mayor estabilidad de los tipos de cambio; una vigilancia más simétrica; una condicionalidad menos onerosa, y, sobre todo, instituciones y procesos multilaterales que sean más democráticos y participativos. En último término, la reforma eficaz del sistema monetario y financiero internacional dependerá de la voluntad de los países en desarrollo de articular sus esfuerzos en torno a estos objetivos comunes, y de que los países desarrollados acepten que la incorporación de estos objetivos será un elemento esencial de la estructuración de un sistema más completo de gestión de la economía mundial.

Mientras no haya acuerdos colectivos para crear un sistema financiero internacional estable, los países en desarrollo deberán evitar los compromisos que limiten su autonomía política en la lucha contra la inestabilidad financiera. Los acuerdos regionales destinados a establecer mecanismos colectivos de defensa contra los fallos sistémicos y la inestabilidad despiertan un interés creciente, y las monedas regionales se consideran cada vez más como alternativas viables a la dolarización. Asimismo, la experiencia europea ha servido de modelo de los acuerdos regionales en sectores tales como las bandas monetarias intrarregionales, los mecanismos de intervención, los regímenes de regulación de los movimientos de capital, el apoyo a los pagos y los servicios regionales de créditos de última instancia. Estos acuerdos entre países en desarrollo necesitarán probablemente la intervención de un país que tenga una importante moneda de reserva, desee asumir un papel esencial con este objetivo, y sea capaz de hacerlo. A este respecto, las recientes iniciativas en Asia, en las que han participado varios países en desarrollo y el Japón, podrían constituir un paso importante hacia una integración monetaria regional más estrecha.



Rubens Ricupero
Secretario General de la UNCTAD

TENDANCIAS Y PERSPECTIVAS MUNDIALES



LA ECONOMÍA MUNDIAL: DESEMPEÑO Y PERSPECTIVAS

A. Panorama general

Las perspectivas de la economía mundial empeoraron a finales del año 2000. Tras un período de expansión sin precedentes, el crecimiento se desaceleró mucho en los Estados Unidos en el tercer y cuarto trimestres del año en respuesta, entre otras cosas, a una serie de alzas de los tipos de interés, una caída de las cotizaciones bursátiles y una subida de los precios del petróleo. El menor gasto en inversión durante el último trimestre frenó el crecimiento en general a comienzos de 2001, aumentando la preocupación de que un aterrizaje más duro de lo previsto generase ondas de recesión en toda la economía mundial. El hecho de que la desaceleración, con sus posibles consecuencias, haya sorprendido a muchos observadores es una confirmación más de que las autoridades económicas están mal preparadas para afrontar los cambios producidos por la creciente integración de la economía mundial¹.

De resultas de la interdependencia global cada vez mayor, las perturbaciones tanto reales como financieras se transmiten mucho más rápidamente a través de regiones, países y sectores. Al mismo tiempo, habida cuenta del entrecruzamiento de la parte real de la economía con la financiera, esas perturbaciones tienen consecuencias inesperadas. Cuando se esperaba inicialmente que sumiera a la economía mundial en una recesión, la crisis asiática, en cambio, supuso un estímulo para la economía estadounidense, prolongando su crecimiento, lo que a su vez respaldó una rápida recuperación de Asia mediante unas mayores exportaciones (*TDR 1999* y *TDR 2000*). Por otra parte, las adversas repercusiones de la crisis asiática sobre los precios de los productos básicos y el petróleo, que ayudaron a mantener controlados los precios en los Estados Unidos,

crearon dificultades fiscales y de balanza de pagos en bastantes países en desarrollo. Esas dificultades acabaron produciendo otra serie de perturbaciones financieras, iniciadas con el impago de los bonos de la Federación de Rusia, lo que provocó un gran afán de liquidez en todo el mundo que amenazó incluso a los mercados financieros de los Estados Unidos a finales del verano de 1998. La reducción de los tipos de interés en ese país en respuesta a tal amenaza, seguida de sustanciales inyecciones de liquidez para contrarrestar el efecto 2000 sobre los ordenadores y apoyar la introducción del euro, robusteció la confianza, en particular en los Estados Unidos, y ocasionó una recuperación del crecimiento mundial en 1999 y principios de 2000.

No obstante, tal recuperación también agravó los desequilibrios nacionales y globales de un modo similar a las conmociones cíclicas y las inestabilidades financieras registradas en períodos anteriores. Tal como se sugirió en el *TDR 2000*, el final de la expansión de la economía estadounidense era inevitable e inminente. El endurecimiento monetario por parte de la Reserva Federal que empezó a mediados de 1999 y llevó los tipos de interés hasta el 6,5% en mayo de 2000, tardó más tiempo de lo esperado en afectar al gasto de empresas y hogares, pero la contracción era claramente visible en el último trimestre del año. Se espera que la actual desaceleración reduzca el ingente déficit por cuenta corriente, que supone más del 4% del PIB, lo que ayudará a corregir un importante desequilibrio global, pero que sin un crecimiento más rápido en otros lugares entrañará un declive apreciable de la demanda mundial.

Muchos opinan que la desaceleración será breve, aunque más pronunciada de lo que se predijo

en un principio; una vez que los precios de las acciones, el exceso de capacidad y las existencias vuelvan a niveles normales, se espera que la economía registre un crecimiento robusto congruente con la difusión y mayores avances de las nuevas tecnologías de las telecomunicaciones y la información. Según ese parecer, por tanto, el crecimiento mundial debería verse poco afectado por lo que, en el peor de los casos, sería una corta recesión, seguida de una recuperación en el segundo semestre de 2001.

Con todo, la actual desaceleración de los Estados Unidos no puede describirse sin más a la luz de experiencias anteriores, cuando los auges terminaban por una combinación de restricciones monetarias en respuesta a presiones de los salarios y los precios y de endeudamiento fiscal encaminado a frenar la deuda pública. Quienes critican la opinión de que la introducción de las nuevas tecnologías de telecomunicaciones e información ha producido un cambio estructural en el potencial productivo de la economía y en su discurrir cíclico señalan el gran incremento de la deuda y la reducción de la tasa de ahorro que han registrado los hogares y el sector empresarial en una situación de grandes excedentes fiscales (Godley, 2000). Si el sector privado intentara reembolsar su cuantiosa deuda y restablecer su tasa de ahorro en niveles históricos, el recorte de la demanda podría producir una recesión prolongada, ya que tal cosa excedería en mucho al estímulo fiscal que cabría esperar de los menores impuestos previstos². En este escenario, ninguna región del mundo podría esperar no verse afectada por la desaceleración estadounidense.

La cuestión crucial es, por tanto, si surgirá una nueva locomotora del crecimiento global que compense el abandono cuando menos temporal de ese papel por los Estados Unidos. A diferencia de la crisis asiática, no se espera que la desaceleración estadounidense genere unos impulsos expansivos sustanciales en otras partes de la economía mundial. La incipiente expansión japonesa, basada en unas exportaciones netas mayores y unos beneficios empresariales más altos conducentes a una recuperación de las inversiones, es vulnerable a un marasmo en los Estados Unidos. Además, el crecimiento de la producción ya fue negativo en el tercer trimestre de 2000, después de un fuerte aumento en el primer semestre. Y con unos tipos de interés casi nulos y un déficit grande en el sector público, parece haber poco margen para unos estímulos de la política económica sin la ayuda de un ajuste importante de los tipos de cambio. Casi todos los analistas están mirando más bien a la UE para que

ayude a sostener el crecimiento mundial y contrapesar la menor demanda de importaciones en los Estados Unidos.

El crecimiento rompió el pasado año la barrera del 3% en la UE por primera vez en más de un decenio (cuadro 1.1) y se confía en que superará al de los Estados Unidos en 2001, en razón de que las exportaciones europeas a ese país suponen menos del 3% de la producción regional. Sin embargo, a pesar del hecho de que los países de la UE han reducido con éxito sus déficit presupuestarios, mantenido equilibradas sus cuentas corrientes y registrado pocas presiones inflacionarias, la reactivación del último

A diferencia de la crisis asiática, no se espera que la desaceleración estadounidense genere unos impulsos expansivos sustanciales en otras partes de la economía mundial.

año siguió basándose en las exportaciones netas, que representaron tanto como la mitad del incremento de la producción, aun en las mayores economías como la alemana. Como se espera que las exportaciones netas hagan una contribución menor en 2001, será menester una expansión sostenida de la demanda interior privada para que se cumplan

incluso las modestas ambiciones sobre el crecimiento expresadas en la cumbre de Lisboa. Quizá de manera poco sorprendente, y a pesar del moderado estímulo aportado por las reformas estructurales de los regímenes fiscales en varios países, todavía no ha habido un compromiso de que se seguirá una política económica como la de los Estados Unidos en los últimos años a favor de un crecimiento inducido por la demanda interior. A decir verdad, aun cuando las condiciones macroeconómicas generales sugieren que Europa debería al menos estar dispuesta a poner a prueba los límites de su tasa de crecimiento potencial -tal como hicieron los Estados Unidos en la segunda mitad del decenio de 1990- el Banco Central Europeo (BCE) no ve señales de que el potencial de crecimiento no inflacionario de la zona del euro haya aumentado por encima de sus estimaciones actuales de 2 a 2,5%³, lo que implica que tampoco encuentra razones inmediatas para atenuar la política monetaria.

Preocupa la renuencia a dar pasos más concertados en materia de política económica para sostener el desempeño reciente, ya que Europa seguramente se verá más afectada por la desaceleración en los Estados Unidos de lo que sugieren las opiniones oficiales, basadas en los limitados lazos comerciales con aquel país. Las exportaciones de la eurozona al resto del mundo todavía representan más del 15% de su producción, cifra considerablemente superior tanto a la de los Estados Unidos como a la del Japón, y su dependencia de las exportaciones durante el pasado año sugiere que algunos de los mayores países europeos podrían verse muy perjudicados por una desaceleración mundial. Asimismo, la integración de la producción global indica que la rentabilidad y los

Cuadro 1.1

PRODUCCIÓN MUNDIAL, 1990-2000						
<i>(Variación porcentual respecto del año anterior)</i>						
<i>Región/país</i>	<i>1990-1995^a</i>	<i>1995-2000^a</i>	<i>1990-2000^a</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000^b</i>
Mundo	2,0	3,1	2,6	1,9	2,7	4,0
Países desarrollados de economía de mercado	1,8	2,9	2,3	2,1	2,6	3,5
<i>de los cuales:</i>						
Estados Unidos	2,4	4,3	3,4	4,4	4,2	5,1
Japón	1,4	1,1	1,3	-2,5	0,2	1,3
Unión Europea	1,5	2,5	2,0	2,7	2,4	3,3
<i>de la cual:</i>						
Zona del euro	1,6	2,4	2,0	2,8	2,4	3,4
Alemania	2,0	1,8	1,9	2,1	1,6	3,1
Francia	1,0	2,4	1,7	3,2	2,9	3,1
Italia	1,3	1,7	1,5	1,5	1,4	2,9
Reino Unido	1,6	2,8	2,2	2,6	2,2	3,1
Economías en transición	-6,9	1,9	-2,6	-0,6	2,3	5,6
Economías en desarrollo	5,0	4,3	4,6	1,5	3,3	5,5
<i>de las cuales:</i>						
África	1,5	3,6	2,5	3,2	2,9	3,5
América Latina	3,6	2,9	3,3	1,9	0,1	3,7
Asia	6,2	5,0	5,6	1,1	4,9	6,6
<i>de la cual:</i>						
China	12,0	8,3	10,1	7,8	7,1	8,0
Otras economías	4,9	4,1	4,5	-0,8	4,2	6,2
<i>Pro memoria:</i>						
Economías en desarrollo, excluida China	4,1	3,7	3,9	0,5	2,7	5,1

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos en dólares de 1995.

^a Promedio anual.

^b Estimación.

planes de inversión de las empresas podrían sufrir perturbaciones casi inmediatas como consecuencia de los cambios en un país que acoge a un gran número de filiales extranjeras. Esto es muy cierto en el caso de las empresas europeas de alta tecnología que han hecho adquisiciones muy grandes en los Estados Unidos en los últimos años. Las dificultades subsiguientes creadas en los mercados bursátiles europeos por los menores beneficios de las filiales estadounidenses podrían verse agravadas por un dólar más bajo, haciendo así todavía más difícil que esos países compensen el declive de sus exportaciones a

los Estados Unidos mediante una inversión interna mayor.

Por consiguiente, sin un cambio decidido en la política económica, es poco probable que el crecimiento llegue este año al 3% en la UE, y quizá sea muy inferior. Además, con la actual propensión a importar, su tasa de crecimiento tendría que ser superior a la lograda en los Estados Unidos en los últimos años para poder generar un déficit exterior similar en su cuantía al de aquel país y actuar como comprador mundial de última instancia respecto de

las economías de Asia y América Latina en vías de recuperación.

Una transición ordenada a un mundo donde las principales economías discurren todas en la misma dirección resulta aún más complicada por la incertidumbre que presentan los ajustes cambiarios a los actuales desequilibrios. La fortaleza reciente del dólar se ha debido al crecimiento relativamente alto de los Estados Unidos y al nivel de beneficios, a las grandes entradas de capital que buscan sumarse a la revolución de la tecnología de la información y las comunicaciones (TIC), a los diferenciales positivos en los tipos de interés y a la elevada prima de liquidez que tuvieron los activos en dólares a raíz de la crisis mundial de liquidez que siguió al impago ruso en 1998. Si la economía estadounidense se viera lo bastante frenada como para inducir a la Reserva Federal a mitigar más la política monetaria, ello eliminaría dos factores que contribuyen a la fortaleza del dólar. Asimismo, la adquisición en gran escala de compañías estadounidenses durante el período de auge de los valores de alta tecnología⁴ parece ir perdiendo fuerza, cuando las empresas europeas prefieren consolidar las operaciones existentes a expandirse en lo que se considera un mercado cada vez más incierto⁵. No obstante, no están claras las consecuencias probables para el dólar, ya que no todas las fusiones y adquisiciones (FyA) se financian con pagos en dinero contante y sonante que requieran comprar dólares⁶.

En todo caso, al haber en los Estados Unidos unas expectativas muy difundidas de un crecimiento aminorado, unos tipos de interés más bajos y una peor rentabilidad de las compañías de alta tecnología, la prima de liquidez de los activos de ese país sigue siendo el principal respaldo del dólar. La experiencia reciente muestra que ese apoyo no es fiable. El modo en que se corrijan los desequilibrios mundiales, y en particular el comportamiento del déficit estadounidense por cuenta corriente, pueden ser cruciales para determinar si las menores entradas para adquirir activos en dólares producen un fuerte debilitamiento de esa moneda y unas perturbaciones generalizadas en los mercados financieros mundiales.

Si bien una depreciación grande del dólar aumentaría la fragilidad financiera global, un declive mediano respecto de los máximos recientes sería beneficioso para el crecimiento mundial. Las ventajas para el crecimiento europeo de un euro más fuerte, que permitiría que los tipos de interés bajaran, probablemente compensarían los inconvenientes de una menor competitividad y de unos beneficios más bajos de las compañías europeas con filiales en los Estados Unidos. Además, un euro más fuerte reduciría aún más la dependencia del crecimiento de

la demanda exterior y fomentaría el que Europa desempeñase un papel más positivo en el sostenimiento del crecimiento mundial.

Es probable que la desaceleración estadounidense tenga efectos perjudiciales para el mundo en desarrollo, sobre todo si no se compensa con un crecimiento fuerte de otras economías de la OCDE, incluso suponiendo un descenso comedido del dólar. Sin embargo, las repercusiones en los distintos países y regiones dependerán de la importancia relativa de sus vínculos comerciales y financieros con los Estados Unidos. En Asia, donde las mayores exportaciones netas han financiado una expansión posterior a la crisis, un dólar más débil,

Si bien una depreciación grande del dólar aumentaría la fragilidad financiera global, un declive mediano respecto de los máximos recientes sería beneficioso para el crecimiento mundial.

unido a una desaceleración grande en los Estados Unidos, reduciría rápidamente los excedentes en cuenta corriente y podría amenazar la reestructuración bancaria y empresarial⁷. Los lazos con empresas estadounidenses son especialmente fuertes en los sectores de alta tecnología, tales como semiconductores y ordenadores personales, donde

una disminución de las ventas y un aumento de las dificultades para financiar la producción se traducen directamente en unas menores importaciones de componentes procedentes de Asia. Si bien ayudaría a las exportaciones de países como China y Malasia con monedas vinculadas al dólar, una depreciación sustancial de éste dificultaría la estabilidad de los tipos de cambio regionales. Podría también desencadenar depreciaciones monetarias en toda la región, que, junto con el descenso de los precios de los semiconductores, redundaría en un empeoramiento de la relación de intercambio y en una minoración de la demanda en los países afectados. La recuperación del Japón tampoco se vería impulsada por un dólar más débil o por una depreciación de las monedas asiáticas. Por otra parte, si la economía japonesa se debilitase aún más, el tipo de cambio yen/dólar podría resentirse. Esto, más que fortalecer las monedas regionales frente al yen, tendería a depreciarlas también frente al dólar en todo el Asia oriental.

En cambio, un dólar más débil, acompañado de tipos de interés más bajos, podría beneficiar a muchos países latinoamericanos que han vinculado sus monedas, directa o indirectamente, al dólar. Con la excepción de México y algunas pequeñas economías del Caribe, la dependencia de las exportaciones a los Estados Unidos es menor que en Asia, pero los lazos financieros son más importantes. El Brasil y, en particular, la Argentina pueden sacar ventajas de un dólar más débil y unos tipos de interés más reducidos en los Estados Unidos gracias a sus efectos sobre las finanzas públicas y la cuenta de

servicios de la balanza de pagos. Como siguen adoleciendo de grandes insuficiencias financieras externas, las principales economías latinoamericanas obtendrían de unos tipos de interés internacionales más bajos unos beneficios superiores a las pérdidas derivadas de unas menores exportaciones. Sin embargo, incluso en esos países, las corrientes

financieras probablemente disminuirán. Asimismo, si la desaceleración estadounidense provoca una sensación general de mayores riesgos y, por ende, unos diferenciales más altos en los tipos pagados por los prestatarios de mercados emergentes, el resultado final podría seguir entrañando costos considerables para la región.

B. Las economías desarrolladas

1. La desaceleración de la economía de los Estados Unidos

La expansión reciente estuvo impulsada en los Estados Unidos por la demanda interior y sostenida por un proceso schumpeteriano de destrucción creadora que incrementó las inversiones en tecnologías nuevas y elevó la productividad. Una serie de hechos internacionales contuvo los precios, aun con una economía que crecía en torno al 5% y con un desempleo por debajo del 4%. Aunque el alza del petróleo en el año 2000 hizo subir el índice de precios al consumo casi un 4% en los tres primeros trimestres del año, las tendencias inflacionarias siguieron siendo benignas.

Sin embargo, con un crecimiento en el último bienio que superó a casi todas las estimaciones, la Reserva Federal elevó progresivamente el tipo de los fondos federales hasta un 6,5% a mediados de 2000⁸. Si bien hasta entonces la boyante actividad económica parecía no resentirse de las condiciones monetarias más restrictivas, la desaceleración en el tercer y cuarto trimestres de 2001 fue mucho más pronunciada que lo previsto y el crecimiento se estancó en el primer trimestre de 2001, sugiriendo que no cabe descartar en modo alguno el riesgo de recesión. Bien mirado, parece claro que la última subida de los fondos federales de 50 puntos básicos era innecesaria, como también lo fue quizá el incremento previo de 5,75 a 6%, habida cuenta del efecto retardado de los cambios en la política monetaria. En respuesta a la baja de las cotizaciones bursátiles y al gran menoscabo de los indicadores de confianza de los consumidores, el tipo de los fondos federales se redujo 50 puntos básicos en dos ocasiones durante el mes de enero de 2001.

Dos hechos que se reforzaron entre sí explican que la desaceleración fuera más rápida de lo que se esperaba: el descenso de la inversión en tecnologías de la información; y la merma tan acusada de la confianza de los consumidores, traducida en un menor gasto por su parte.

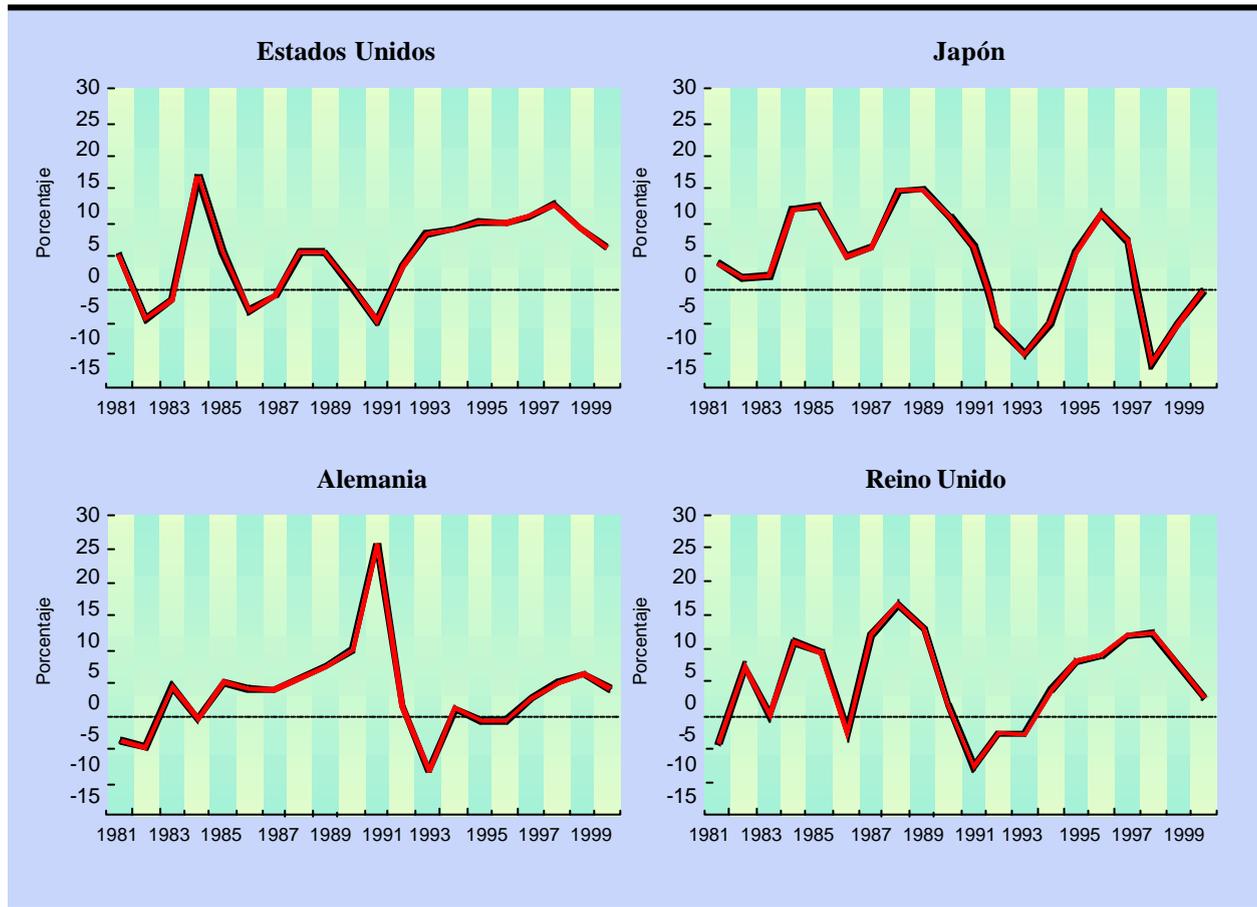
Uno de los rasgos más notables de la expansión estadounidense ha sido el auge sostenido de la inversión fija interior bruta, que duró mucho más que en los otros grandes países industriales y que en los ciclos anteriores de inversión en los propios Estados Unidos (gráfico 1.1). En la primera mitad del año 2000, la inversión fija bruta en el sector empresarial había aumentado a más del 18% del PIB (gráfico 1.2) y las inversiones en equipo y programas informáticos a más del 10%. El gasto en inversiones en TIC ha contribuido a la cuarta parte del crecimiento real del PIB en el último sexenio⁹. Buena parte de esa inversión se hizo para constituir compañías en actividades nuevas que necesitaban estructuras, equipo y toda una serie de servicios más tradicionales como asesoramiento jurídico y publicidad. Una gran parte de esa inversión nueva se financió con fondos de capital de riesgo para preparar la suscripción de acciones de esas compañías mediante ofertas públicas iniciales (OPI). En 1999, las OPI nuevas allegaron casi 60.000 millones de dólares, una cifra que se repitió en 2000 (casi toda ella lograda en el primer semestre del año) (NVCA, 2001). Esas OPI fueron lanzadas por compañías que se habían beneficiado de la burbuja de la alta tecnología en el índice NASDAQ, que produjo plusvalías de tres dígitos en las cotizaciones y unas condiciones de financiación extremadamente favorables.

Ahora está claro que muchas de las compañías de nuevas tecnologías nunca podrían haberse desarrollado sin las fáciles condiciones financieras creadas por el auge de los fondos de capital de riesgo y la burbuja del mercado bursátil. También está claro que como resultado de ello se creó más capacidad en el sector que si se hubiera dispuesto de financiación en condiciones normales mediante préstamos bancarios o la no distribución de beneficios. Un cambio muy pronunciado de las expectativas sobre la capacidad futura de esas compañías para ganar dinero provocó un desplome de sus acciones en el primer trimestre de 2000. El índice NASDAQ, que contiene una elevada proporción de compañías basadas en la TIC, acabó el año con una baja cercana al 40%. Las

Gráfico 1.1

CICLOS DE INVERSIÓN EN LOS PRINCIPALES PAÍSES INDUSTRIALES, 1981-2000

(Formación de capital fijo bruto real del sector empresarial, variación porcentual respecto del año anterior)



Fuente: OCDE, *Perspectivas de la economía mundial*, varios números.

pérdidas consiguientes de los títulos emitidos inicialmente en 1999 y 2000 se han estimado en casi 300.000 millones de dólares, y las emisiones nuevas se paralizaron a finales de 2000 y comienzos de 2001. Así, en la segunda mitad del año 2000, los préstamos nuevos que esas compañías necesitaban para cubrir su déficit de tesorería tocaron a su fin y muchas tuvieron que cerrar o suspender pagos. En consecuencia, la inversión y los gastos conexos también se detuvieron; en el cuarto trimestre, la inversión fija real en equipo y soportes informáticos, distinta de la realizada por los hogares, disminuyó a una tasa anualizada del 4,7%.

Todo esto tiene un parecido más que aparente con la experiencia asiática¹⁰ de fácil acceso a crédito barato y de expectativas demasiado optimistas de mayores ganancias futuras que suscitaban inversiones que difícilmente podían resultar rentables. El auge asiático fue seguido de un desplome de los mercados bursátiles y de una recesión, y un resultado similar parece dibujarse en los Estados Unidos. La baja de los precios de las acciones ha reducido el patrimonio de los hogares y mermado el gasto de los

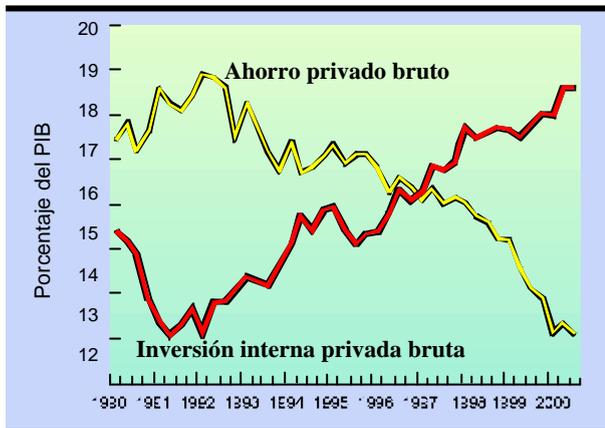
consumidores, que ya parecen verse afectados por el alza de los precios de la energía dentro del país. En particular, la desregulación y liberalización de los precios de la electricidad y el gas natural – que en algunos estados se han quintuplicado con el retorno de inviernos fríos más normales – se han traducido en un incremento muy notable de los costos de la calefacción de muchos hogares. Es probable que el descenso de la confianza y del gasto de los consumidores se vea aún más reforzado cuando los efectos de los despidos causados por las reestructuraciones empresariales y el reajuste de las existencias se extiendan por toda la economía¹¹. El crecimiento del gasto de los consumidores disminuyó desde una tasa anual de 4,5% en el tercer trimestre a 2,9% en el cuarto trimestre.

Para la economía de los Estados Unidos se prevén fundamentalmente dos escenarios: un descenso típico normal que entrañaría unos ajustes rápidos en la capacidad productiva y las existencias mediante una breve desaceleración del crecimiento durante dos o tres trimestres, a lo que seguiría una pronta recuperación; o, alternativamente, un período

Gráfico 1.2

ESTADOS UNIDOS: INVERSIÓN Y AHORRO PRIVADOS, 1990-2000

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Departamento de Comercio de los Estados Unidos, Oficina de Análisis Económico.

sostenido de desinversión, que produciría recesiones similares a las del Japón o Europa de principios del decenio de 1990.

A comienzos de 2001 algunos acontecimientos sugerían que podría registrarse una rápida recuperación: los precios del petróleo estaban en la gama de 20 a 25 dólares el barril, la acumulación de existencias parecía haber tocado fin, las cotizaciones bursátiles parecían estabilizarse y la balanza comercial había empezado a mejorar. Asimismo, el dólar se había depreciado en más del 10% frente al euro respecto de sus máximos anteriores, y las perspectivas de unas mayores ganancias en dólares suponían un apoyo para los precios de las acciones de las compañías con grandes operaciones internacionales. La Reserva Federal se movió agresivamente hacia tipos más bajos y anunció que había cambiado el sesgo de su política de combatir la inflación para pasar a luchar contra una desaceleración rápida.

A pesar de esos hechos positivos, el riesgo de una recesión sostenida no puede dejarse de lado, ya que las últimas etapas del auge fueron acompañadas de incrementos históricamente grandes en el endeudamiento del sector privado, que es la contraparte de los excedentes fiscales también históricamente grandes (gráfico 1.3). Desde 1997, el gasto privado total ha superado al ingreso disponible, invirtiendo la relación normal registrada desde 1952; en el tercer trimestre de 2000 el déficit de financiación del sector privado había llegado a ser el 8% del PIB, la tasa de ahorro personal se había vuelto negativa, y la deuda de los hogares suponía el 110% del ingreso disponible anual. Así, mientras el

Gráfico 1.3

ESTADOS UNIDOS: AHORRO PERSONAL Y AHORRO PÚBLICO, 1990-2000

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Departamento de Comercio de los Estados Unidos, Oficina de Análisis Económico.

Gobierno se prepara a liquidar sus deudas, el sector privado ha estado acumulando cantidades sin precedentes de deuda en relación con su capacidad para atender al servicio correspondiente. Lo mismo que las compañías nuevas del sector de la TIC tenían que endeudarse para seguir funcionando, los hogares necesitan endeudarse para sostener su proporción actual de consumo. Un declive del crecimiento del ingreso acompañado de una recesión significaría que los hogares tendrían que incrementar su endeudamiento precisamente cuando su capacidad de atender a los pagos de su deuda pendiente está disminuyendo.

El hecho de que un período tan largo de expansión carezca de precedentes debería aconsejar cautela al evaluar la actual desaceleración. Si embargo, si, como ya se ha dicho, el auge de la inversión tiene algún parecido con el de Asia en los primeros años del decenio de 1990, las encontradas presiones sobre la economía de los impulsos macroeconómicos expansivos y de aquellos estructurales hacia el estancamiento apuntan a un futuro más incierto que lo que sugieren unos escenarios ya sea de descenso y recuperación cíclicos en forma de V o bien de una recesión sostenida (recuadro 1.1). Además, aunque la economía estadounidense se encuentre en una situación mucho más fuerte que en lo pasado para hacer los ajustes fiscales y monetarios apropiados y evitar así una recesión prolongada, parece poco probable que la economía vuelva con suavidad a su senda de crecimiento del decenio pasado, y ciertamente no al crecimiento próximo al 5% a que había llegado después de la crisis asiática.

Recuadro 1.1**ANATOMÍA DE LA DESACELERACIÓN EN LOS ESTADOS UNIDOS**

Muchos observadores esperan que la economía estadounidense experimentará un enfriamiento breve de tipo keynesiano, asociado a una sobreinversión y a una acumulación excesiva de existencias, seguido de una recuperación relativamente rápida. Esa previsión confía mucho en unos ajustes fiscales y monetarios discrecionales. Sin embargo, hay bastantes factores que sugieren que la actual desaceleración es muy diferente de las que caracterizan al ciclo keynesiano.

Si bien la elevada y sostenida tasa de expansión de la inversión empresarial ha desempeñado un papel importante en el período de expansión sin precedentes, aún más notable ha sido el incremento de la inversión en equipo nuevo para computadoras y su periferia, con incrementos anuales medios cercanos o superiores al 50% en 1995-2000. La inversión total en equipo de tratamiento de la información y de programas de ordenador creció más lentamente, a tasas en torno al 25% anual. Aunque ese gasto representó menos del 10% del PIB en 2000, supuso casi un tercio de todo el crecimiento de la producción durante 1995-1999.

El incremento excepcionalmente rápido de la inversión se vio impulsado sobre todo por empresas nuevas con capital de riesgo que intentaban aprovechar plenamente las ventajas de una onda schumpeteriana de innovación tecnológica en el tratamiento de la información y las telecomunicaciones. El auge de esa financiación del capital de riesgo y la burbuja del mercado de las OPI permitieron financiar compañías nuevas sin ganancias de momento y con expectativas muy inciertas de beneficios futuros¹. El aumento tan grande de los precios de las acciones después de las ofertas públicas iniciales reducía el costo de la financiación. Los fondos de capital de riesgo fueron así capaces de recuperar sus inversiones y explorar nuevos planes empresariales. En tanto en cuanto el mercado bursátil se mantuviera alcista, incluso empresas tecnológicas sin éxito que no eran nunca rentables podían seguir contando con una financiación poco costosa para atender a las pérdidas en que incurrían. Sin embargo, esas empresas representan un exceso de capacidad que no se verá absorbido ni siquiera por un incremento de la demanda agregada en el alza cíclica. En una desaceleración, es probable que las quiebras las eliminen.

Este proceso parece ahora estar en marcha. Comenzó con el colapso del índice NASDAQ en el primer trimestre de 2000, cuando los inversores empezaron a diferenciar las compañías que se habían creado de nuevo cuño y que estaban abriéndose camino y tenían buenas perspectivas de beneficios de aquéllas que se mantenían vivas sólo gracias a inyecciones continuas de tesorería, con pocas esperanzas de ganancias futuras que justificasen el elevado precio de sus acciones. Es posible considerar el descenso cíclico como la consecuencia de que el mercado ejerce finalmente su papel, al seleccionar, entre la amplia gama de innovaciones de tecnología de la información, las que serán viables a la larga. El tipo de exceso de capacidad que hay en la economía puede ser así bastante diferente del exceso de capacidad en las fábricas de acero o de automóviles que caracterizó a los ciclos típicos de la posguerra.

Pero incluso las compañías de altas tecnologías con éxito y con beneficios pueden no ser inmunes al actual proceso de selección del mercado. Muchas de ellas han adquirido empresas nuevas más pequeñas. Otras han creado sus propios fondos de capital de riesgo para invertir en sociedades nuevas o financiar nuevas actividades gracias a unos precios reducidos y el suministro de crédito financiado por los vendedores. Algunas han aceptado opciones a recibir acciones en lugar del pago. Así, una bajada grande de las cotizaciones bursátiles, dificultades de liquidez o bancarrotas de las empresas más endeblas afectarán desfavorablemente a los posibles beneficios de las que tienen más éxito.

Aunque el sistema bancario establecido ha evitado casi siempre financiar a las compañías de las nuevas tecnologías, la parte de los préstamos a empresas en las carteras de los bancos aumentó en la segunda mitad del decenio de 1990. Buena parte de esa financiación se facilitó a sociedades de la llamada "vieja economía" o "de primera clase", con mucha solvencia crediticia, ya fuese mediante

préstamos a plazo fijo, líneas de crédito para respaldar la emisión de efectos comerciales, o suscripción y financiación de bonos. No obstante, la supervivencia de esas sociedades se ve amenazada por el proceso de destrucción creadora schumpeteriana que se produce cuando las empresas de altas tecnologías con éxito adoptan procedimientos tecnológicos nuevos y más rentables. El desempeño de esas compañías de la “vieja economía” sufrirá los efectos de la desaceleración general de la actividad, que también puede generar problemas a los bancos que les han prestado mucho dinero. La debilidad reciente de los mercados de bonos de alto rendimiento, y las dificultades para emitir papel comercial experimentadas por muchas de esas compañías sugiere que eso es lo que realmente está ocurriendo (Silverman y Hill, 2001).

A falta de precedentes, la actual situación económica de los Estados Unidos aconseja ser cauteloso en el análisis. Sin embargo, hay buenas razones para considerar al ciclo actual como una interrupción en una onda de innovación schumpeteriana más bien que como un simple problema keynesiano de insuficiente demanda agregada². De ser así, la confianza que se ha asignado a la política monetaria y fiscal para asegurar que el enfriamiento sea breve puede estar equivocada. Sólo una oleada de bancarrotas, cuyo alcance es incierto, puede eliminar el exceso de capacidad en gran parte del sector de la TIC y permitir la reanudación de más inversiones prometedoras. La duración de la desaceleración dependerá de cuán rápidamente las empresas no viables podrán ser liquidadas, de hasta qué punto las compañías con éxito en otras partes de la economía afrontarán dificultades financieras como consecuencia de ese proceso, y del impacto de los posibles estímulos macroeconómicos sobre el resto de la economía.

De lo anterior no se desprende que los estímulos monetarios y fiscales sean inapropiados. Con todo, tendrían unas repercusiones mucho menores que en lo pasado, ya que pueden hacer poco para recrear el impulso de las inversiones y las condiciones de liquidez que permitieron la reciente y rápida experimentación con tecnologías nuevas. La mejora que muchos observadores esperan de una pronta atenuación de las condiciones monetarias puede ser lenta en aparecer, a menos que las entidades financieras, los capitalistas de riesgo y los hogares estén dispuestos de nuevo a volver a su respaldo exuberante de empresas nuevas que no tienen beneficios de momento y cuyas ganancias futuras previstas son muy inciertas. Pero es aquí donde el problema se originó en primer lugar.

¹ Los fondos de capital de riesgo esperan de ordinario que sus inversiones fructifiquen en la proporción de 10 a 1.

² Algunos aspectos del ciclo actual se asemejan a los descritos por von Hayek, quien adujo que un costo excesivamente bajo del capital provocaría inversiones en técnicas que eran demasiado intensivas en capital; el retorno ulterior a un nivel más normal de los costos de capital mostraría que esas inversiones no eran rentables, y el exceso de capacidad generado tendría que eliminarse con una pronunciada desaceleración y bancarrotas generalizadas. Sin embargo, si bien muchas compañías han invertido sin lograr las ventas que esperaban y la relación capital-producto puede haber aumentado, el problema no es la excesiva intensidad del capital, sino más bien el hecho de que unas condiciones financieras más que generosas permitían que se hicieran inversiones que no eran rentables.

2. La Unión Europea

En el año 2000 la economía de la Unión Europea tuvo uno de sus mejores desempeños desde la recesión de 1990-1991 (cuadro 1.1). El crecimiento finalmente superó el 3% y el desempleo cayó a menos del 9%. Las disparidades entre las economías mayores y menores que habían creado dificultades para formular una política monetaria uniforme también disminuyeron. Alemania, Francia e Italia crecieron al 3% aproximadamente en 2000, mientras España lo hizo a más del 4%. Entre las economías menores, Irlanda siguió a la cabeza de todos,

logrando la notable tasa de crecimiento del 11%. Con el gasto en inversión y consumo dirigiendo la recuperación, la zona del euro parece estar emulando la clase de crecimiento impulsado por el sector privado que han disfrutado los Estados Unidos. A decir verdad, el diferencial de crecimiento de alrededor de 1,75 puntos porcentuales entre los Estados Unidos y la zona del euro en el último trienio se invirtió en la segunda mitad de 2000.

El fracaso de Europa para conseguir una recuperación fuerte y sostenida después de 1991 refleja, en parte, la sensibilidad de los tipos de interés europeos a los de los Estados Unidos por causa de la mayor integración de los mercados financieros.

Asimismo, el afán del BCE por lograr credibilidad se tradujo en unos tipos crecientes en respuesta al endurecimiento monetario de los Estados Unidos, con independencia de si tal cosa se compadecía con las tendencias del crecimiento y el empleo en Europa. Las estrictas políticas fiscales para cumplir los requisitos de convergencia de la moneda única y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento significaban que la fuente principal de expansión de la demanda tenía que venir de las exportaciones netas. El estímulo de esta fuente después de 1999 reflejó la mayor competitividad creada por la depreciación del euro, que fue continua hasta el tercer trimestre de 2000 cuando la intervención conjunta de los Bancos Centrales del G-7 puso aparentemente fin a toda nueva caída. El crecimiento parece haber alcanzado un máximo a mediados de 2000, hacia las mismas fechas más o menos que en los Estados Unidos. Francia ha seguido creciendo con fuerza basándose en la demanda interior y logró reducir su tasa de desempleo, pero la economía alemana registró inesperadamente una fuerte pérdida de ritmo en el último trimestre de 2000, y casi todos los indicadores principales de la actividad económica apuntan a una desaceleración en la zona del euro en 2001¹². Se espera que las menores exportaciones netas actúen de freno y la cuestión importante es si Europa podrá seguir con el crecimiento del último año frente al descenso del de los Estados Unidos.

Este último tendrá repercusiones no sólo por conducto del comercio. Las ventas de las filiales alemanas y británicas en los Estados Unidos supusieron aproximadamente cinco veces sus exportaciones a ese país en 1998, cifras éstas que más o menos duplican las de economías europeas menores como la holandesa. La disminución de las ventas reducirá la rentabilidad, lo que podría hacer más difícil la reestructuración que se necesita para introducir los métodos de producción y organización relacionados con las nuevas tecnologías que se requieren para competir con compañías estadounidenses. La integración económica entre esos bloques industriales parece revestir mayor importancia que lo que sugiere un simple debate sobre los indicadores comerciales. Según estimaciones recientes, la elasticidad del crecimiento de la zona del euro con respecto al de los Estados Unidos alcanza la elevada cifra de 0,4¹³. Esto sugiere que el reciente declive de la tasa de crecimiento de los Estados Unidos de más de 3 puntos porcentuales respecto de su promedio en el último quinquenio podría causar una disminución del orden de 1,5 puntos porcentuales en el crecimiento europeo,

reduciéndolo a menos del 2%, con independencia de cualesquiera otras repercusiones que tenga la pérdida de competitividad de las exportaciones como consecuencia de un fortalecimiento del tipo de cambio.

No obstante, Europa parece mejor situada que nunca para desengancharse de los Estados Unidos. Como las compañías europeas no están tan apalancadas como las estadounidenses, la inversión debería verse menos influida por la penuria de liquidez, por los crecientes tipos que han de pagar las compañías de alta tecnología y otras empresas en los mercados de capital, o por las dificultades del sector de la TIC. El que las acciones ocupen una parte menor en los patrimonios personales también sugiere que el gasto de consumo debería verse menos restringido por el descenso de las cotizaciones bursátiles en todas partes. Además, la situación macroeconómica es muy favorable. Se ha logrado el necesario grado de convergencia en la región y el euro se lanzó con éxito; su debilidad inicial reflejó factores más cíclicos que estructurales. Asimismo, la baja de los tipos de interés en los Estados Unidos hace que disminuya la presión sobre el

BCE, y la situación fiscal es buena; los cambios en los sistemas tributarios de las principales economías (Alemania, Francia e Italia) brindarán un estímulo de entre 35.000 y 50.000 millones de euros en 2001, lo que representa tanto como el 1% del PIB. El cambio de signo en la tendencia alcista de los precios del petróleo debería tener también mayores consecuencias positivas en Europa, ya que ésta es un importador neto de petróleo mayor que los Estados Unidos, y tal cosa se verá reforzada por un euro más fuerte, generando nuevos incrementos del poder de compra de los hogares y costos menores para las firmas europeas.

Por todas estas razones Europa parece bien situada para seguir con el crecimiento del último año e impulsar la demanda mundial frente a la desaceleración de los Estados Unidos. Una rápida expansión en Europa de la demanda interior es también esencial para afrontar el legado del elevado desempleo. Para ello será menester que las mayores economías dejen de depender indebidamente de las exportaciones para su crecimiento¹⁴. El que éste cobre fuerza dentro de Europa y contribuya a una expansión de la demanda global probablemente dependerá mucho de la disposición y capacidad de los gobiernos para que la política económica se anticipe al empeoramiento de las condiciones y no se limite a reaccionar ante ellas.

Europa parece bien situada para seguir con el crecimiento del último año e impulsar la demanda mundial frente a la desaceleración de los Estados Unidos. Para ello será menester que las mayores economías dejen de depender indebidamente de las exportaciones para su crecimiento.

Los cambios estructurales que se han hecho en la política fiscal deberían incrementar los ingresos reales y compensar en parte los efectos adversos de unos costos más altos de la energía y la calefacción. No obstante, la confianza de los consumidores europeos no parece mejorar, y el crecimiento en términos reales, que alcanzó un máximo en 1999 en torno al 3%, había caído por debajo del 2,5% a finales de 2000. Los convenios salariales vigentes en algunas de las mayores economías se negociaron en condiciones menos ventajosas y no se renovarían en 2001. Por ejemplo, los acuerdos muy moderados en ese particular que se concertaron en Alemania en 2000 todavía tienen un año de vigencia. Allí donde los convenios salariales se vincularon a la tasa de inflación esperada, que ha acabado viéndose superada en razón de los precios del petróleo y la debilidad del euro, debería haber alguna recuperación del ingreso real.

La apreciación del euro a finales de 2000 ha producido un endurecimiento de facto de la política monetaria con unos tipos de interés reales que han alcanzado unos máximos cíclicos, desde en torno al 2% en 1999 a alrededor de 3,75%¹⁵ a principios de 2001. Con unos precios del petróleo más bajos, el fortalecimiento del euro y un incremento monetario que se mueve hacia los objetivos del BCE, debería haber mucho margen para una atenuación monetaria discrecional paralela a toda política fiscal expansiva. Sin embargo, sus recientes pronunciamientos indican que el BCE seguirá únicamente preocupado por la estabilidad de los precios internos. Esto se compadece mal con el espíritu de los debates preparatorios de la UME, cuando hubo un amplio consenso de que cabía usar la política monetaria para contrarrestar choques externos y simétricos, tales como una subida de los precios del petróleo o una disminución de la demanda mundial. El que no se contrapesen esas influencias podría producir desequilibrios globales con movimientos perturbadores en los tipos de cambio similares a los registrados entre el yen y el dólar y que contribuyeron a precipitar la crisis asiática.

La economía del Reino Unido, que se mantiene fuera de la UME, ha registrado un crecimiento constantemente mejor que el de la zona del euro desde la recesión de 1990-1991 y fue una de las primeras economías que encabezó la recuperación mundial. No obstante, en 2000 el crecimiento fue algo inferior al promedio de la UME y parecía haber alcanzado un máximo a mediados de año. Con una producción industrial que disminuyó mucho en el último trimestre de 2000, su desempeño parece reflejar el de los Estados Unidos, a menos que consideraciones electorales o de otra índole conduzcan a facilitar un estímulo más directo.

3. El Japón

El crecimiento en el Japón – impulsado por las exportaciones – se recuperó en la primera mitad de 2000 y se tradujo en un incremento de los beneficios de las empresas, la inversión, la producción industrial y el producto nacional, sugiriendo que podía iniciarse una reactivación. La impresión de una mejora acelerada se reforzó cuando el Banco del Japón elevó su tipo de interés a 0,25% en agosto, ya que el Banco había mantenido que no se endurecería la política monetaria hasta que hubiera señales claras de que había disminuido la amenaza de una espiral deflacionaria. No obstante, el crecimiento disminuyó a una tasa anual de – 2,4% en el tercer trimestre, y el desempleo siguió aumentando, alcanzando el 4,9% en diciembre a pesar de un incremento de los puestos de trabajo. Las cifras de la producción y el consumo privado en el segundo semestre también fueron decepcionantes y, con el declive de las exportaciones, las existencias empezaron a aumentar. Las estimaciones ulteriores del Gobierno sobre el crecimiento en el año fiscal que termina en marzo de 2001 se redujeron para quedar por debajo del 0,5%, medido en precios corrientes¹⁶. Los datos finales del cuarto trimestre pueden muy bien mostrar un nuevo descenso de la producción, con lo que el Japón volvería a la recesión.

Aunque los mercados más débiles de los Estados Unidos y del Asia en desarrollo han frenado mucho la recuperación dirigida por las exportaciones, todavía no está claro cuál ha sido su efecto sobre los beneficios y la inversión de las empresas¹⁷. Los pedidos de maquinaria por sectores distintos de los que exportan o guardan relación con la TIC empezaron a aumentar en la segunda mitad de 1999 y esto debería haberse reflejado en las cifras de producción de comienzos de 2000¹⁸. El que ello sea suficiente para compensar el declive de las exportaciones y de los sectores relacionados con la TIC por la desaceleración en los Estados Unidos será un factor determinante para que la economía vuelva o no a una situación de recesión.

El Gobierno ha optado tradicionalmente por el instrumento fiscal para promover la expansión. No obstante, la política tributaria se volvió cada vez más cauta cuando el endeudamiento público se incrementó. En respuesta a las muestras de desaceleración en el segundo semestre de 2000, en noviembre se introdujo un presupuesto adicional que se proponía aumentar el gasto público en 4,8 billones de yen. Sin embargo, no toda esa cifra constituye un estímulo nuevo, ya que la legislación limita la emisión de efectos públicos nuevos a 2,0 billones de yen y establece que el resto procederá del excedente

del ejercicio fiscal de 1999 de 1,5 billones de yen (es decir, el remanente de los gastos presupuestados que no se hicieron en realidad) y un aumento estimado de 1,2 billones de yen de los impuestos. El estímulo que resulta del presupuesto propuesto para el año fiscal que empieza en abril del 2001 es una vez más modesto, y a mediados de año se requerirá seguramente otro presupuesto complementario.

Las administraciones locales están sometidas a mucha presión para que arreglen sus finanzas recortando el gasto. En consecuencia, con unas previsiones de una contribución escasa de las exportaciones, el que prosiga la recuperación dependerá sobre todo de la demanda interna privada. La inversión ha dado muestras de aceleración, pero lo que se espera es que sea la demanda de los consumidores la que tome las riendas. Esto obligará a que el crecimiento de los salarios sea al menos igual al incremento de la productividad.

Sigue habiendo mucha incertidumbre sobre la dirección futura de la política monetaria. Había una creciente preocupación de que un retorno a una política de tipos de interés nulos podría demorar las medidas de reestructuración empresarial que se necesitan urgentemente para restablecer la rentabilidad. No obstante, el retorno a un crecimiento negativo en el tercer trimestre sugiere la posibilidad de que la recuperación pueda verse frenada justo cuando empieza a cobrar fuerza¹⁹. El hecho de que la tasa de desempleo siga aumentando cuando se ofrecen más puestos de trabajo indica que están volviendo a la fuerza laboral trabajadores que anteriormente se habían retirado de ella y que la economía podría expandirse sin riesgos inflacionarios bastante por encima de la tasa potencial (estimada en 1%).

Evaluar las repercusiones de la actual política monetaria es difícil porque los precios han estado

cayendo durante casi todo el decenio de 1990, de tal suerte que los tipos de interés reales resultan positivos incluso si son próximos a cero en términos nominales. Los problemas con los balances de las entidades financieras también dificultan calcular la cantidad de liquidez que se ha inyectado. La rentabilidad y el capital de los bancos han mejorado en los últimos años, sin que esto haya conducido todavía a un incremento de los préstamos bancarios o del valor de las acciones. Los préstamos de los bancos comerciales nacionales siguen disminuyendo a razón de un 4% aproximadamente al año y los estudios Tankan durante el año no muestran ningún cambio en la poca predisposición de los bancos a conceder crédito.

El endurecimiento de la política monetaria desde agosto de 2000 se ha visto reforzado por la apreciación del yen. Al mismo tiempo, los precios de las acciones alcanzaron un máximo en abril de 2000, pero a raíz de la tendencia registrada por el NASDAQ de los Estados Unidos disminuyeron mucho en abril y mayo. Sin embargo, en lugar de estabilizarse como en los Estados Unidos, las cotizaciones siguieron bajando, con una caída especialmente pronunciada a mediados de diciembre cuando se hizo patente que la economía se estaba frenando. Esto relanzó las especulaciones sobre las dificultades del sector bancario y la posibilidad de establecer un fondo público especial de inversiones que respaldara los precios de las acciones. Si el reciente incremento de la inversión resulta ser cíclico – debido sobre todo a la recuperación en Asia y al prolongado crecimiento de la economía de los Estados Unidos – más bien que el resultado de factores microestructurales y de la difusión de las inversiones a sectores distintos de los de exportación, puede no sobrevivir a la desaceleración prevista en la demanda mundial.

En el Japón el retorno a un crecimiento negativo en el tercer trimestre sugiere la posibilidad de que la recuperación pueda verse frenada justo cuando empieza a cobrar fuerza.

C. Los países en desarrollo

1. América Latina

En todos los países latinoamericanos el desempeño económico mejoró en el año 2000 (cuadro 1.2). En algunos hubo una recuperación muy fuerte, que elevó la tasa regional de expansión a casi 4%, la más alta desde que se produjo la crisis asiática. No obstante, las acusadas diferencias de los resultados entre unos países y otros que se registraron en 1999 persistieron en 2000. México y las economías de Centroamérica y el Caribe, con estrechos lazos comerciales con los Estados Unidos, siguieron superando a aquellas economías que dependen más de las exportaciones de productos básicos y del comercio intrarregional.

El crecimiento se aceleró mucho en las dos mayores economías, el Brasil y México. Gracias a los precios más elevados del petróleo, a la continua expansión en los Estados Unidos y a una robusta demanda interna, el crecimiento de México alcanzó el 7%, la tasa más alta en muchos años, mientras una agresiva política de fluidez monetaria permitió al Brasil no sólo crecer más (hasta un 4%) sino también reducir su déficit fiscal. El efecto sobre los precios de la depreciación monetaria de principios de 1999 fue nulo a pesar de la recuperación, pero la balanza por cuenta corriente mejoró menos de lo previsto. En Chile, hubo también un incremento grande del crecimiento (a casi 6%) desde la situación de recesión de 1999.

Tanto en la Argentina como en el Uruguay la economía se contrajo (pero más lentamente) por segundo año consecutivo. En la Argentina prosiguió el ajuste a los choques externos de 1998-1999, lo que se tradujo en alguna mejora de la competitividad y en un excedente comercial. Sin embargo, como la balanza de servicios se deterioró por causa de unos costos financieros considerablemente mayores, sólo se registró una modesta reducción del cuantioso déficit en cuenta corriente. Los mercados financieros internacionales, que son cruciales para financiar el déficit, han estado observando muy de cerca los

esfuerzos del Gobierno para poner su deuda bajo control y para reducir las subidas de salarios y precios suficientemente con el fin de restablecer la competitividad y lograr la sostenibilidad de la cuenta corriente (véase el recuadro 2.1 del capítulo II).

El entorno exterior de las economías latinoamericanas fue por lo general favorable cuando en el año 2000 prosiguió la recuperación de los precios de ciertos productos básicos, que había empezado en el segundo semestre de 1999. En particular, el alza de los precios del petróleo benefició a varios países, especialmente Venezuela donde el crecimiento del PIB se recuperó para superar el 3% en 2000 después

de un pronunciado declive de más del 7% en 1999. Varios otros países, sin embargo, en particular, Chile, Paraguay y Uruguay, se vieron muy perjudicados por los precios más altos del petróleo.

Los precios de metales como cobre, aluminio, mineral de hierro, níquel, estaño y cinc también se recuperaron, al igual que los de algunos productos agropecuarios y pesqueros, tales como algodón, harina de pescado, pulpa, soja y lana. En cambio, hubo un descenso continuado de los precios de alimentos y

bebidas, especialmente del cacao, café, y azúcar. No obstante, la relación de intercambio de la región en su conjunto mejoró. Como, además, una demanda interna relativa débil mantuvo el incremento de las importaciones muy por debajo del de las exportaciones, hubo una mejora (modesta) del déficit regional en cuenta corriente. La IED disminuyó en el año 2000 y las entradas totales de capital neto siguieron siendo muy inferiores a las de 1996-1998.

Las perspectivas para 2001 de casi todos los países de América Latina dependen de cuánto se desacelere la economía estadounidense y de la velocidad a que se recupere. Se espera que en la región en su conjunto el crecimiento disminuya como consecuencia de un peor comportamiento de las exportaciones, aunque una mayor depreciación del dólar ayudaría a aumentar la competitividad de las

Las perspectivas de casi todos los países de América Latina dependen de cuánto se desacelere la economía estadounidense y de la velocidad a que se recupere. Se espera que en la región en su conjunto el crecimiento disminuya, aunque una mayor depreciación del dólar ayudaría a aumentar la competitividad de las economías "dolarizadas".

economías “dolarizadas”. Las repercusiones de la menor demanda de importaciones en los Estados Unidos serán las mayores de todas en México, y probablemente pequeñas en el Brasil, Chile y el Perú. Estos dos últimos países, en particular, seguirán beneficiándose de los precios más altos de los metales básicos y del crecimiento relativamente robusto de las economías asiáticas, que son mercados importantes de sus exportaciones. El panorama resulta especialmente incierto en el Ecuador, donde la hiperinflación sigue suponiendo un gran desafío para las autoridades económicas, así como en Venezuela y Colombia. Los desequilibrios fiscales constituyen un serio problema en algunos países, como la Argentina y el Brasil, mientras en otros, tras las crisis financieras registradas en los decenios de 1980 y 1990, se sigue bregando todavía con sistemas bancarios endeblés y frágiles.

América Latina continúa enfrentándose con grandes limitaciones en materia de financiación. Aunque la región sigue dependiendo de las entradas de capital, en el año 2000 se mantendrá una transferencia negativa neta de recursos. Los tipos de interés más bajos en los Estados Unidos significan unos costos menores del endeudamiento nuevo y, con el tiempo, del servicio de la deuda antigua, siempre que los diferenciales del riesgo soberano no aumenten más de lo que se reducen los tipos indicativos. Por otra parte, las limitaciones financieras pueden verse agravadas si la desaceleración estadounidense conduce a un menor crecimiento del comercio mundial. Al optar más países por un régimen de plena dolarización, la región dependerá cada vez más de las condiciones en los Estados Unidos y de su política económica.

2. Asia

El crecimiento de los países en desarrollo de Asia en su conjunto (sin contar a China) se aceleró aún más en el año 2000, cifrándose en 6,2%, después de haberse ya recuperado en 1999 de la contracción de casi 1% del año anterior (cuadro 1.1). Hubo, sin embargo, grandes diferencias en el desempeño de las subregiones y de los países que las componen (cuadro 1.2).

En el Asia occidental se registró un cambio de signo muy acusado desde el crecimiento ligeramente negativo de 1999 a uno positivo de más del 4% en 2000. Precavidos ante la volatilidad de los precios del petróleo, los países productores de la subregión se mostraron inicialmente cautelosos a la hora de emplear esas ganancias adicionales inesperadas, prefiriendo reponer sus reservas de divisas y aumentar sus tenencias de activos extranjeros. No obstante, cuando los precios del petróleo siguieron altos por causa de la fuerte demanda mundial y las bajas existencias en todas partes (véase la sección C

del capítulo II), los gobiernos empezaron a aumentar su gasto en infraestructura, educación y atención a la salud. Los mayores ingresos redujeron las necesidades de endeudamiento y los atrasos en los pagos. Al mismo tiempo, los mejores saldos fiscales y externos, la mayor confianza, y la fuerte demanda interna, impulsaron con fuerza a la actividad económica, contribuyendo al crecimiento económico general de las economías asiáticas exportadoras de crudos. Muchos países de la subregión que son importadores de petróleo, sin embargo, sufrieron pérdidas sustanciales en su relación de intercambio.

La economía turca se recuperó bien de los severos daños causados por el seísmo de 1999 y los efectos de contagio de la crisis rusa. No obstante, su programa de estabilización basado en el tipo de cambio empezó a encontrar dificultades a finales de 2000, arrojando dudas sobre su capacidad para sostener el crecimiento (véase el recuadro 2.2 del capítulo II).

Las perspectivas del Asia occidental para el año 2001 son muy favorables. Animado por los mayores ingresos del petróleo, se espera que el crecimiento se acelere en la Arabia Saudita, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y el Yemen, y, en menor medida, en la República Islámica del Irán, donde los reembolsos de la deuda exterior y unas importaciones de alimentos mayores por causa de la sequía son aspectos que juegan en su contra. Qatar se beneficiará además del aumento de su producción y exportaciones de gas. Hasta cierto punto, la sequía también contrarrestará las ventajas de unos precios del petróleo más elevados en varios países. A plazo más largo, en casi todos los países de la subregión el crecimiento seguirá restringido por unas tasas bajas de inversión. También, sin una diversificación sustancial de la producción, seguirán expuestos a las perturbaciones en la relación de intercambio. Muchos países están aplicando reformas para mejorar la eficiencia del sector público y también han introducido medidas para privatizar y desregular la actividad económica con miras a fomentar el sector privado y promover la inversión interna y externa.

En el Asia meridional, la actividad económica general siguió dominada por el comportamiento de la economía de la India. A pesar de los efectos negativos sobre las exportaciones de la crisis financiera asiática y del grande y reciente incremento de los precios del petróleo, el crecimiento de la región en su conjunto se mantuvo en el nivel del bienio anterior. El de la India, que ha aumentado mucho en los últimos años, se frenó ligeramente. La sequía de la parte septentrional del país afectó a la producción agrícola menos de lo previsto y, a pesar de las inundaciones en el estado de Andhra Pradesh de finales de agosto y principios de septiembre, que dañaron a los cultivos arroceros, el país ha obtenido un gran excedente de grano. El sólido crecimiento

Cuadro 1.2

CRECIMIENTO DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO, POR REGIONES, 1990-2000

(Variación porcentual respecto del año anterior)

Región/país	1990-1995 ^a	1995-2000 ^a	1990-2000 ^a	1998	1999	2000 ^b
América Latina	3,6	2,9	3,3	1,9	0,1	3,7
<i>de la cual</i>						
Argentina	5,8	2,7	4,2	3,9	-3,2	-0,5
Bolivia	4,1	3,2	3,7	4,7	0,6	2,0
Brasil	3,1	2,2	2,7	-0,1	0,8	4,0
Chile	8,7	4,5	6,6	3,4	-1,1	5,7
Colombia	4,7	0,9	2,7	0,5	-4,5	3,0
Ecuador	3,4	0,1	1,8	0,4	-7,3	2,6
México	1,5	5,5	3,5	4,8	3,7	7,0
Perú	5,5	3,4	4,5	0,3	3,8	3,9
Uruguay	3,7	2,1	2,9	4,6	-3,2	-1,0
Venezuela	3,4	0,3	1,9	-0,1	-7,2	3,2
África	1,5	3,6	2,5	3,2	2,9	3,5
<i>de la cual</i>						
Argelia	0,1	3,5	1,8	5,1	3,3	4,3
Camerún	-1,9	4,8	1,4	5,1	4,4	4,2
Côte d'Ivoire	1,9	4,6	3,2	4,5	2,8	2,2
Egipto	3,4	5,2	4,3	5,6	6,0	3,9
Ghana	4,3	4,4	4,3	4,7	4,4	4,0
Kenya	1,6	2,3	1,9	2,1	1,5	1,6
Mozambique	3,3	8,7	5,9	12,0	8,8	4,5
Nigeria	2,4	3,2	2,8	1,9	1,1	3,5
Sudáfrica	0,8	2,2	1,5	0,6	1,2	2,7
Uganda	7,0	6,2	6,6	5,5	7,8	5,0
Asia	6,1	5,0	5,6	1,1	4,9	6,6
Nuevas economías industrializadas	6,9	5,0	6,0	-2,6	7,6	8,6
Hong Kong, China	5,3	3,5	4,4	-5,1	3,1	10,4
República de Corea	7,4	4,8	6,1	-6,7	10,7	9,3
Singapur	8,6	6,3	7,4	0,4	5,4	10,1
Provincia china de Taiwán	6,4	5,8	6,1	4,7	5,7	6,0
ASEAN-4	7,0	1,6	4,3	-9,4	2,8	5,3
Filipinas	2,2	3,4	2,8	-0,6	3,2	3,5
Indonesia	7,1	0,7	3,9	-13,0	0,3	5,2
Malasia	8,7	4,6	6,6	-7,4	5,4	8,7
Tailandia	8,6	0,3	4,3	-10,2	4,2	4,2
ASEAN-4 más República de Corea	7,2	3,2	5,2	-8,2	6,5	7,3
Asia meridional	4,5	5,5	5,0	5,6	5,7	5,5
Bangladesh	4,4	5,1	4,7	5,1	4,4	5,5
India	4,5	6,1	5,3	6,3	6,4	5,7
Nepal	5,2	4,1	4,6	2,3	2,3	5,5
Pakistán	4,8	3,2	4,0	2,6	2,7	4,7
Sri Lanka	5,4	4,8	5,1	4,7	4,2	5,0
Asia occidental	1,3	3,4	2,4	3,3	-0,5	4,3
China	12,0	8,3	10,1	7,8	7,1	8,0

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos en dólares de 1995.

^a Promedio anual.^b Estimaciones.

general se vio apoyado por unos buenos resultados industriales y un rápido incremento de la demanda exterior de servicios relacionados con la TIC; con el fin de promover la exportación de los servicios, se dictaron leyes para apoyar ese sector y desarrollar la infraestructura del comercio electrónico.

En Sri Lanka, en el año 2000 continuó el fuerte crecimiento impulsado por las exportaciones, especialmente de prendas de vestir. Los elevados precios del té y el caucho contribuyeron asimismo al pronunciado incremento de los ingresos de exportación. El crecimiento de más del 5% en Bangladesh también se vio fomentado por las exportaciones. En el Pakistán el crecimiento se aceleró, aunque todavía siguió a la zaga de los demás países de la región; el sector exterior se mantuvo frágil, las reservas continuaron descendiendo desde unos niveles ya bajos y la moneda registró presiones a raíz de la depreciación de otras divisas de la subregión.

Las perspectivas a corto plazo de la subregión son encontradas. A pesar de algunas repercusiones negativas del comercio mundial, el crecimiento se mantendrá en la India relativamente fuerte, apoyado en el enorme sector agrícola del país, que se beneficia de las medidas para reformar los controles de precios y estimular el comercio interior de productos agropecuarios. También se espera que los sectores manufactureros orientados a la exportación se beneficien de una mejora del régimen de la IED en las zonas económicas especiales, y la vigorosa expansión de las empresas de TCI contribuirá a una mayor actividad del sector de los servicios. En Sri Lanka el crecimiento seguirá impulsado por la fuerte demanda de sus dos exportaciones principales, a saber, ropa y té, mientras que en el Pakistán es probable que las dificultades financieras constituyan un factor limitativo. Todos los países del Asia meridional, pero especialmente los más pequeños, dependen mucho de las importaciones de energía y de las exportaciones agrícolas. Los ajustes al empeoramiento de la relación de intercambio causado por los recientes movimientos adversos de los precios de los productos primarios quizá frenen algo el crecimiento, y podrían necesitarse más reformas estructurales en la agricultura y en la industria para fortalecer la competitividad.

En el Asia oriental, casi todas las principales economías consolidaron su recuperación. Los cinco países que se habían visto más afectados por la crisis financiera – la ASEAN-4 (Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia) y la República de Corea – registraron un crecimiento global en 2000 de más del 7%, frente al 6,5% de 1999. A pesar de unas sustanciales devaluaciones monetarias y del rápido ritmo de la recuperación, las tasas de inflación se mantuvieron bajas. En Malasia y Tailandia existe la posibilidad de una deflación de precios (que ya es una realidad en China y Hong Kong (China)).

Además de los buenos resultados de la exportación, el crecimiento se ha visto respaldado por unos tipos de interés bajos y unas políticas monetarias expansivas. Aunque las salidas de capital han proseguido al reducir los bancos sus riesgos acumulados en el exterior, no han superado a los excedentes por cuenta corriente. Esto sugiere que la depreciación monetaria generalizada ha sido el resultado de una política deliberada. Hubo una recuperación apreciable del comercio intraasiático, que está ahora creciendo con mayor rapidez que el que tiene lugar tanto con los Estados Unidos como con la UE. En varias economías del Asia oriental las fuerzas internas que impulsan la recuperación han empezado a desplazarse desde un ajuste de las existencias y del gasto público a los elementos más permanentes de la inversión empresarial y el consumo privado. En cambio, los beneficios del mayor volumen exportado y de unos precios más altos de las exportaciones se vieron en parte compensados por las subidas del petróleo en 2000.

Entre los países de la ASEAN-4, Malasia siguió logrando los resultados mejores, con un crecimiento que se aceleró hasta el 8,7%. No obstante, a finales de año, la demanda interna se había frenado mucho y las ventas de manufacturas estaban aumentando bastante más aprisa que la producción, lo que indicaría una disminución de las existencias. Los precios percibidos por los productores han ido disminuyendo, y el alza en diciembre de 2000 de los precios al consumo se cifró en una tasa anual de muy poco más del 1%. En Tailandia las exportaciones aumentaron un 20% en todo el año 2000, contribuyendo más al crecimiento que en años anteriores, cuando el consumo interno había constituido el impulso principal. A pesar de unos precios de la energía más altos, la inflación prácticamente ha desaparecido; la utilización de la capacidad sigue estando por debajo del 60% y todavía hay demasiada mano de obra. Como en Tailandia, la recuperación en Filipinas ha sido relativamente lenta. A comienzos de 2001, el país registraba un desequilibrio fiscal muy grande y el peso estaba sometido a presiones, a pesar de una posición muy sólida en cuenta corriente. Indonesia registró su primer año de fuerte crecimiento desde la crisis financiera, pero la demanda interna, que cada vez reviste mayor importancia en el crecimiento de los demás países de la ASEAN, sigue débil.

En la República de Corea, que ya ha recuperado su nivel de ingreso per cápita anterior a la crisis, el crecimiento se frenó algo en el año 2000, pero todavía superó el 9%. La actividad económica siguió impulsada por las exportaciones, especialmente de ordenadores, y en la producción manufacturera se registró un gran aumento, sobre todo de semiconductores. Un segundo año de crecimiento rápido ha hecho que resurjan las entradas de capital, y aunque la moneda se depreció por término medio

alrededor del 10%, a finales de año hubo una recuperación del tipo de cambio. La inflación empezó a aumentar, consecuencia en parte de los precios más altos del petróleo en un país que depende de los crudos importados para cerca de la mitad de sus necesidades energéticas. Esto indujo al Banco de Corea a elevar el tipo del dinero interbancario a la vista en octubre por segunda vez en el año 2000. Los precios al consumo bajaron en octubre y noviembre, con un incremento anual del índice de precios de poco más del 2%.

El crecimiento de la economía se recuperó mucho en Hong Kong (China) al reanimarse el turismo, y Singapur experimentó otra aceleración grande en 2000. No obstante, en todas las NEI las exportaciones empezaron a disminuir conforme avanzaba el año. Por ejemplo, en Singapur las exportaciones de productos electrónicos fueron en diciembre inferiores en un 11% a las del mismo mes de 1999 y las exportaciones de semiconductores alrededor del 17% más bajas. Las exportaciones a todos los mercados principales, excepto aquéllas al Japón y China, disminuyeron. En Hong Kong (China) el consumo se ha mantenido débil a pesar de una caída de los tipos de interés reales y de la tasa de desempleo y de una estabilización del mercado inmobiliario, y en la Provincia china de Taiwán la reanimación de la demanda interna en el primer trimestre de 2000 no pudo sostenerse.

En China, la actividad económica siguió cobrando fuerza en 2000, con un crecimiento que superó en un punto porcentual el del año anterior y con un cambio de signo de la tendencia deflacionaria causada por la débil demanda interna de los últimos años. Las políticas expansivas, unas exportaciones fuertes y los avances en las reformas estructurales se tradujeron en un rápido crecimiento de la construcción y la industria, que compensó con creces el desempeño poco brillante de la agricultura. Las exportaciones e importaciones también se beneficiaron de una depreciación real del renminbi y de unos recortes mayores de los impuestos a la exportación. También hubo un aumento grande de los compromisos nuevos de IED, que habían estado disminuyendo durante casi cuatro años. Con todo, habida cuenta de su creciente dependencia del mercado de los Estados Unidos, es probable que la desaceleración de ese país reduzca el crecimiento de las exportaciones en 2001. Exportaciones e importaciones también pueden verse afectadas por las perspectivas de un acceso de China a la OMC y sus implicaciones para el tipo de cambio. Aunque se espera que el crecimiento de las exportaciones sea menor en 2001, la economía debería verse estimulada por las actuales políticas fiscales y monetarias

expansivas. Cabe esperar, en particular, que la inversión en infraestructuras aumente, especialmente en las provincias occidentales.

Las perspectivas de muchos países en desarrollo del Asia oriental en 2001 están muy relacionadas con el ciclo de las altas tecnologías en los Estados Unidos y el movimiento de sus monedas frente al dólar y el yen. El crecimiento de la subregión depende en buena medida de la demanda exterior de productos electrónicos y, por lo tanto, se vería afectado por toda desaceleración de la demanda mundial. El ritmo de incremento de pedidos nuevos desde los Estados Unidos de bienes electrónicos ya había disminuido a la mitad en octubre de 2000. Se esperan mayores descensos conforme las existencias sigan aumentando en ese país, y a principios de 2001 había señales claras de una caída de los precios de los semiconductores. Además, el crecimiento se ve frenado por la actual reestructuración de los sectores financiero y empresarial. Es probable que las NEI crezcan a una tasa más baja en 2001, y Singapur y la Provincia china de Taiwán, en particular, se verán afectados por la débil demanda de productos electrónicos. El crecimiento más lento de la República de Corea traducirá, en parte, la continuación de los problemas de los principales *chaebols* y los riesgos asociados a las dificultades del sector bancario.

En Malasia, unas menores exportaciones de artículos electrónicos podrían reducir considerablemente la tasa de crecimiento en 2001. Esto quizá obligue a que se reconsidere la política de mantener un tipo de cambio fijo, pero un dólar más bajo puede aliviar la necesidad de cambiar la paridad. Invertir las expectativas de deflación y de un menor crecimiento exigirá una agresiva atenuación monetaria y estímulos fiscales. Las perspectivas del crecimiento en Tailandia también se ven menoscabadas por la probabilidad de un menor crecimiento de las exportaciones en 2001; y los lentos avances de la reestructuración de la deuda y la debilidad del sector bancario son también asuntos que causan preocupación en ese país. Sin embargo, con mucho margen para reducir los tipos de interés y con las expectativas de un vigoroso estímulo fiscal, Tailandia está mejor situada para resistir la desaceleración en los Estados Unidos que otros países de la subregión. Los efectos de los choques externos siguen constituyendo una amenaza para Indonesia y Filipinas. Además, la situación fiscal suscita inquietud y queda mucho por hacer todavía en materia de reestructuración financiera y empresarial. En ambos países las perspectivas están así plagadas de unos riesgos considerables de marasmo.

Las perspectivas de muchos países en desarrollo del Asia oriental en el año 2001 están muy relacionadas con el ciclo de las altas tecnologías en los Estados Unidos.

3. África

Aún más que en otras regiones, los factores externos siguen dominando el crecimiento y las perspectivas de desarrollo en África. La actividad económica de los países exportadores de petróleo se vio impulsada por el alza de los precios de ese producto, que generó mejoras notables en los saldos fiscales y externos. Las economías de los países importadores de petróleo, sin embargo, se vieron muy afectadas por los altos precios y las limitaciones de la financiación exterior. En particular, los países subsaharianos siguieron perjudicados en mayor o menor grado por las secuelas de las crisis de 1997-1999 de los mercados emergentes, cuando los precios de algunos de los principales productos de exportación distintos de los combustibles se mantuvieron bajos.

El crecimiento del PIB subió en África desde el 2,9% de 1999 a 3,5% en 2000 (cuadro 1.2). En contraste con algunos años recientes, esa tasa fue la más baja de las regiones en desarrollo y apenas corrió parejas con el aumento de la población. Incluso antes de que se confirmara la desaceleración en los Estados Unidos, las previsiones del crecimiento de África se estaban reduciendo, por causa del endeble desempeño de algunas de las economías mayores, de peores condiciones climáticas y de las perturbaciones causadas por desórdenes civiles y políticos.

Los resultados en 2000 en materia de crecimiento variaron mucho entre las diferentes subregiones²⁰. En el África central, oriental y occidental se aproximaron al promedio continental, mientras que fueron más altos en el África septentrional y más bajos en el África meridional. El crecimiento en Bostwana, Mozambique, Uganda y en la zona del franco CFA fue superior al promedio africano, pero en Angola, Etiopía, la República Democrática del Congo, Sierra Leona y Zimbabwe fue bastante inferior.

Entre los países del África septentrional, Argelia y la Jamahiriya Árabe Libia se beneficiaron de los mayores ingresos del petróleo, que proporcionaron un fuerte impulso al crecimiento. En Argelia, sin embargo, esos beneficios se vieron hasta cierto punto compensados por las malas condiciones climáticas, especialmente las pocas precipitaciones, que también afectaron mucho a Marruecos y Túnez. Después de un declive en 1999, el crecimiento se estimó en Marruecos en 0,7% en 2000, a pesar de un descenso del 17% del sector agropecuario, que representa alrededor del 40% de toda la economía. La

producción agrícola también disminuyó en Túnez (en un 15%), lo que redujo la tasa de crecimiento desde 6,2% en 1999 a 4,2% en 2000. Con unas condiciones climáticas más favorables, ambos países pueden experimentar un crecimiento más rápido en 2001. En Egipto, el crecimiento se frenó a menos de 4% en 2000, por causa de un endurecimiento de la política monetaria para combatir la inflación. La rápida expansión del crédito interno en los últimos años y el alza del tipo de cambio efectivo real como consecuencia de una vinculación de facto con el dólar suscitaron crecientes presiones sobre las cuentas exteriores y un menoscabo sustancial de las reservas exteriores.

El crecimiento del África meridional en el año 2000 se vio restringido por la continua debilidad de la economía de Sudáfrica. Mientras en casi todos los países de la subregión el crecimiento prosiguió con vigor, la recuperación de la mayor economía del continente se mantuvo frágil. El crecimiento del PIB fue de 2,6% en 2000, respaldado por la mayor competitividad y la expansión de la producción y el comercio mundiales, pero una depreciación del rand, un alza de los precios de los alimentos después de las inundaciones en algunas zonas, juntamente con los

Casi todas las economías africanas continúan siendo muy vulnerables a los cambios en los precios de los productos primarios, y el crecimiento sigue muy limitado por unas infraestructuras inadecuadas.

precios más altos del petróleo, hicieron que surgieran presiones inflacionarias. En Zimbabwe, la crisis económica siguió yendo a más y se estima que la producción se contrajo alrededor del 6% en 2000. En Mozambique, donde la ejecución del plan general de reconstrucción del Gobierno recibió un apoyo internacional generoso y diligente, se estima que la producción aumentó más de 4% (después de un 8,8% en 1999), aunque las inundaciones causaron grandes daños a principios de año.

Las previsiones de que el África oriental crecería más aprisa no lograron materializarse en parte por causa de la política económica aplicada y en parte por diversas perturbaciones adversas. La economía de la República Democrática del Congo resultó perjudicada por la guerra, y la de Eritrea y Etiopía tanto por la guerra como por la sequía. En cambio, la República Unida de Tanzania logró resistir los efectos adversos de los bajos precios de sus exportaciones principales (café y algodón), incluso aunque sufrió las consecuencias de las penurias alimentarias debidas a la escasez de lluvias estacionales. Kenya, que ha figurado entre las economías de crecimiento más lento de África en los últimos años, se vio también damnificada por la sequía y los bajos precios de las exportaciones, pero la reanudación de los préstamos del FMI puede dar confianza e impulsar las corrientes de ayuda. Uganda,

que es un gran productor de café, siguió con un crecimiento del orden del 5%, a pesar de una nueva caída de los precios internacionales de ese producto.

Entre los países del África occidental, Nigeria se benefició mucho de los mayores precios del petróleo, incrementando el crecimiento de su PIB en más de dos puntos porcentuales, hasta 3,5%. El Gobierno ha empezado a restaurar la estabilidad macroeconómica y mejorar las relaciones con los acreedores. Ghana mantuvo un crecimiento superior al 4%, como viene haciendo de manera constante desde 1995. Los países del África central y occidental que son miembros de la zona del franco CFA (véase también el recuadro 5.2 del capítulo V) han figurado entre los de mejor desempeño del continente en los últimos años. Como sus monedas están vinculadas al euro, algunos de ellos se han beneficiado de la mayor competitividad derivada de la debilidad de esa divisa respecto del dólar. Sin embargo, se estima que el crecimiento de la Côte d'Ivoire ha proseguido su tendencia a la baja desde 1998, cuando la economía tuvo que afrontar unos bajos precios del cacao y una disminución apreciable de los desembolsos de la asistencia exterior. En conjunto, el crecimiento de la producción en la zona del franco CFA se ha mantenido bastante vigoroso y se espera que se acelere en 2001.

En África en su conjunto se espera que la tasa de crecimiento de la producción en el año 2001 suba un poco, respaldada por una recuperación más rápida en Sudáfrica. Debería mantenerse vigorosa, particularmente en Camerún, Ghana, Mozambique, la

República Unida de Tanzania y Uganda, que han empezado a cosechar algunos de los beneficios de las reformas macroeconómicas y estructurales. En la base de esa mejora se encuentra la expectativa de que la relación de intercambio de los exportadores de productos básicos se estabilizará o mejorará moderadamente en razón de unos precios más bajos del petróleo. Las iniciativas recientes europeas y estadounidenses de abrir sus mercados a las economías más pobres de África, así como la reducción bilateral de deuda acordada por algunos países industrializados, reportarían beneficios. Además, alrededor del 80% del alivio de la deuda al amparo de la Iniciativa reforzada en favor de los países pobres muy endeudados (PPME) se destina a economías del África subsahariana. En la actualidad, nueve países africanos (Benin, Burkina Faso, Camerún, Malí, Mauritania, Mozambique, República Unida de Tanzania, Senegal y Uganda) ya están habilitados para recibir esa ayuda, y se espera que varios más alcancen el punto de culminación en un futuro próximo²¹. No obstante, el impacto de esas medidas internacionales no se sentirá inmediatamente, y muchos países del África al Sur del Sáhara padecen todavía un sobreendeudamiento. Además, casi todas las economías africanas continúan siendo muy vulnerables a los cambios en los precios de los productos primarios, y el crecimiento sigue muy limitado por unas infraestructuras inadecuadas de transporte y comunicaciones. Los niveles de asistencia oficial siguen siendo insuficientes para cubrir el déficit de recursos.

D. Economías en transición

En el año 2000 se produjo una vigorosa recuperación en las economías en transición (cuadro 1.1) y, por término medio, la tasa de crecimiento fue la más alta desde 1989. Si bien la demanda interior siguió aumentando en casi todos los países, el estímulo principal provino de las exportaciones. Con todo, es demasiado pronto para saber si ese crecimiento se sostendrá en todos los casos y si el proceso de acortar distancias ha empezado realmente. La recuperación en 2000 se hizo respecto de una base muy baja y las perspectivas de la exportación son menos promisorias a la luz de las condiciones mundiales. Los desafíos inmediatos que afronta la política económica varían de un país a

otro: algunos tendrán que avanzar más hacia una economía de mercado, mientras otros tendrán que corregir desequilibrios macroeconómicos o afrontar perturbaciones adversas.

Después de la devastadora crisis financiera de 1998, la Federación de Rusia registró una de las tasas más elevadas de crecimiento en el año 2000, con un 7,6% (cuadro 1.3). En razón de sus fuertes vínculos con la economía rusa, casi todos los demás países de la CEI también experimentaron tasas de crecimiento altas en 2000, con cifras de dos dígitos en Kazajastán y Turkmenistán. La depreciación del rublo y de las monedas de los países de la CEI estimuló las exportaciones e hizo sustituir importaciones, lo que

Cuadro 1.3

ECONOMÍAS EN TRANSICIÓN: ALGUNOS INDICADORES ECONÓMICOS, 1998-2000

Región/país	PIB			Precios de consumo			Balanza por cuenta corriente (Porcentaje del PIB)		
	Variación respecto del año anterior ^a (Porcentaje)						1998	1999	2000 ^d
	1998	1999	2000 ^b	1998	1999	2000 ^c			
Europa central y oriental									
<i>de la cual:</i>									
Bulgaria	3,5	2,4	4,5	0,9	6,2	11,0	-0,5	-5,5	-8,1
Croacia	2,5	-0,4	2,8	5,6	4,6	7,3	-7,0	-7,5	-7,7
Eslovaquia	4,1	1,9	1,6	5,5	14,2	15,4	-9,7	-5,5	-1,6
Eslovenia	3,8	4,9	4,8	6,6	8,1	9,9	-0,8	-3,9	-2,7
Hungría	4,9	4,5	6,0	10,4	11,3	9,2	-4,9	-4,3	-3,6
Polonia	4,8	4,1	4,2 ^e	8,5	9,9	10,6	-4,3	-7,4	-7,4
República Checa	-2,2	-0,8	2,7	6,7	2,5	4,2	-2,4	-1,9	-3,0
Rumania	-5,4	-3,2	1,5	40,7	54,9	41,0	-7,2	-3,8	-2,9
Estados bálticos									
<i>de los cuales:</i>									
Estonia	4,7	-1,1	5,5	6,8	3,9	3,0	-9,2	-5,7	-5,5
Letonia	3,9	0,1	4,5 ^f	2,8	3,3	2,6	-10,7	-10,3	-5,6
Lituania	5,1	-4,2	2,1	2,4	0,3	1,3	-12,1	-11,2	-4,2
CEI									
<i>de la cual:</i>									
Belarús	8,4	3,4	2,5 ^g	181,6	251,3	190,7	-7,6	-2,4	-3,3
Federación de Rusia	-4,9	3,2	7,6 ^e	84,5	36,6	20,2	0,4	13,7	22,2
Ucrania	-1,9	-0,4	6,0 ^e	20,0	19,2	30,3	-3,2	2,8	1,5

Fuente: CEPE (2000, cuadros 1.2.1 y 1.2.2) y actualizaciones ulteriores.

^a En el caso de los precios de consumo, variación de diciembre a diciembre, a menos que se indique otra cosa.

^b Previsión oficial de octubre a menos que se indique otra cosa.

^c Junio de 1999 a junio de 2000.

^d Enero a junio.

^e Estimaciones preliminares.

^f 4 a 5%.

^g 2 a 3%.

impulsó la producción industrial. Parece así que el sector empresarial de esas economías es mucho más flexible y capaz de responder a las señales del mercado de lo que se pensaba por lo común, aun cuando el proceso de reestructuración de las empresas tiene todavía que completarse.

En los países de la Europa central, el crecimiento en Eslovenia, Hungría y la República Checa en los nueve primeros meses del año 2000 superó a las expectativas. Hungría fue la economía de mayor crecimiento (6%). La producción industrial se aceleró mucho en Eslovaquia y la República Checa. Si bien inicialmente creció mucho más aprisa que en 1999, la economía polaca dio algunas muestras de desaceleración en el transcurso del año. Rumania también presentó un crecimiento positivo pero sin señales claras de que caminará decididamente hacia

una expansión sostenida, mientras en Bulgaria la producción siguió aumentando por tercer año consecutivo. Los Estados bálticos se recuperaron pronto de la recesión de 1999, pero el crecimiento flojeó en el segundo semestre de 2000.

En las economías en transición europeas en su conjunto, las exportaciones al resto del mundo aumentaron un tercio. Mientras los países de la CEI se beneficiaron del auge de los productos básicos, los de la Europa central y oriental incrementaron sus exportaciones de manufacturas, como también lo hicieron los Estados bálticos. Las importaciones aumentaron asimismo en todas partes, pero casi siempre menos que las exportaciones, lo que se tradujo en una mejora apreciable de las balanzas por cuenta corriente. La mejora sustancial de la relación de intercambio en el grupo relativamente pequeño de

países de la CEI que exportan productos primarios se contrapuso con las pérdidas apreciables de los importadores netos de esos productos, que son todos los Estados bálticos y los de Europa central y oriental, así como varios de los países de la CEI.

El vigoroso desempeño de casi todas las economías en transición fue acompañado de mayores presiones inflacionarias. A pesar de un aumento grande de la productividad y de una recuperación predominantemente impulsada por las exportaciones, los precios al consumo aumentaron en general más de lo previsto, sobre todo en razón del alza tan grande de los precios de los combustibles. En algunos casos, el rebrote de la inflación provocó un endurecimiento de la política monetaria. La subida de los precios del petróleo amenazó la competitividad de las exportaciones, ya que en las economías en transición la producción tiene una intensidad energética todavía relativamente alta. Hasta ahora ese efecto adverso se ha visto compensado con creces por las mejoras de la productividad, pero si esta última crece menos y aumentan los salarios nominales para contrarrestar la inflación pasada, las exportaciones podrían verse perjudicadas.

La situación fiscal ha sido mejor de lo que se esperaba en casi todas las economías en transición, no sólo por la fuerte recuperación sino también por las ganancias inesperadas relacionadas con partidas

de ingresos muy sensibles a los precios, tales como los derechos de aduana y los impuestos indirectos. En casi todos los países, la recuperación no ha suscitado un incremento apreciable del empleo, lo que sugiere que había un desaprovechamiento de la mano de obra ocupada y también que ha habido una mayor intensificación del proceso de reestructuración económica. A decir verdad, las tasas de desempleo en varios países han aumentado o se han mantenido altas.

Los factores que favorecieron el crecimiento en el último bienio ya no existen en el año 2001. La expansión del comercio mundial se ve frenada, el efecto estimulador de las depreciaciones monetarias a raíz de la crisis asiática está desapareciendo y los precios de los productos básicos han alcanzado su máximo. El

estímulo para que prosiga el crecimiento tendrá que provenir de la demanda interna. La tarea es tanto más difícil cuanto que la inflación aumentó en 2000. Varias economías en transición están decididas a lograr las condiciones necesarias para asociarse con la Unión Europea o incluso para acceder a ella, a cuyo fin pueden verse obligadas a tomar medidas enérgicas, en particular una política monetaria restrictiva para combatir las tendencias inflacionarias. No obstante, esas medidas agravarían la situación de desempleo, que es especialmente seria en la Europa sudoriental, donde el desempleo ya supera el 20% de la fuerza laboral en bastantes países.

*Los factores que favorecieron
el crecimiento en el último
bienio ya no existen en
el año 2001.*

Notas

1. A finales de septiembre de 2000, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó sus estimaciones de crecimiento al alza porque: "La expansión económica mundial ha seguido acelerándose, y actualmente se prevé que la producción mundial crecerá el 4,7% en 2000, es decir, 0,5 puntos porcentuales más que lo previsto en la edición de mayo de *Perspectivas de la economía mundial*...Según las proyecciones, el crecimiento aumentará en todas las grandes regiones del mundo bajo el impulso de la continua firmeza de la economía estadounidense, una dinámica reactivación en Europa, el afianzamiento de la recuperación en Asia y el repunte registrado en los mercados emergentes de América Latina y del Oriente Medio y en Europa" (FMI, 2000: 1) (COMPROBADO).
2. Los recortes fiscales propuestos reflejan la política de la nueva Administración y su finalidad principal no es la estabilización a corto plazo de la demanda interna. De aquí que no puedan modificarse en respuesta a una necesidad macroeconómica. Si los optimistas tienen razón, las repercusiones se dejarán sentir justo cuando la economía esté creciendo de nuevo a su tasa potencial, forzando un endurecimiento grande de la política monetaria. Esta posible incongruencia entre las posiciones fiscales y monetarias suscita preocupaciones conocidas en el resto del mundo, en particular en los países en desarrollo. Asimismo, en tanto en cuanto el incremento del ingreso disponible como consecuencia de los menores impuestos se gaste en bienes de consumo y no se guarde, el ahorro interno

- agregado se vería reducido con el efecto de agravar los desequilibrios externos.
3. Discurso del miembro del Consejo de Gobierno del BCE y Presidente del Deutsche Bundesbank, Ernst Welteke, en la Universidad de Hohenheim el 23 de enero de 2001, recogido en *Market News International*. La renuencia a revisar la estimación del crecimiento potencial se basa en la opinión de que “de toda la información disponible no podemos todavía concluir que sea discernible un cambio decisivo en la tasa tendencial del crecimiento de la productividad” (W. Duisenberg, Conferencia de prensa del BCE, 14 de diciembre de 2000).
 4. En 1999, las compañías no residentes dedicaron 283.000 millones de dólares a adquirir o establecer negocios en los Estados Unidos, con un incremento muy grande desde los 215.000 millones de 1998 y los 70.000 millones de 1997 (Zeile, 2000: 141). De los 425.500 millones de dólares en que se cifró la IED que salió de Europa en 1999, 235.000 millones se dirigieron a los Estados Unidos (UNCTAD, 2000a, cuadros B1 y B2 del anexo; Zeile, 2000, cuadro 16).
 5. A decir verdad, como los beneficios no repatriados de las filiales de empresas extranjeras se consideran como entradas de IED en los Estados Unidos, un declive de las ventas reduciría esas entradas registradas y puede hacer que se decida repatriar más beneficios, incrementando con ello la presión a la baja sobre el dólar.
 6. Desde 1997 la parte de las FyA transfronterizas financiadas por intercambio de acciones más bien que en dinero ha aumentado enormemente. En los países desarrollados en su conjunto, en 1997 se financiaron así menos del 10%, pero esta proporción aumentó a 31% en 1998 y llegó al 40% en 1999. En los Estados Unidos, se estima que aproximadamente la mitad de todas las FyA hechas desde el exterior no ha entrañado una adquisición directa de activos en dólares con moneda extranjera, sino que se ha financiado por medio de permutas de títulos y que gran parte de las FyA restantes se ha financiado con un endeudamiento en el propio país. Así, el auge de las FyA europeas en los Estados Unidos después de 1997 puede haber tenido unas repercusiones directas sobre el mercado cambiario menores de lo que se supone comúnmente. No obstante, cabe unos efectos indirectos sobre las carteras, ya que los intercambios de acciones aumentan la denominación en moneda extranjera de activos en las carteras de los inversores estadounidenses. Si éstos vendieran sus acciones extranjeras, repatriasen esos ingresos e invirtieran en títulos denominados en dólares, la demanda de éstos aumentaría del mismo modo que una compra directa.
 7. El alcance de la dependencia de la región del crecimiento de los Estados Unidos se refleja en la parte de sus exportaciones a ese país. Éstas representan más del 20% del PIB en Malasia, Singapur y Hong Kong (China), más del 10% en Filipinas y la Provincia china de Taiwán, y 7% en la República de Corea.
 8. Ante la nueva evolución de la productividad y la ausencia de cualesquiera reacciones de los salarios o de los precios en unos mercados laborales rígidos, ahora parece que la Reserva Federal acepta que la tasa de crecimiento natural es superior al 2,0–2,5% citado habitualmente en la primera mitad del decenio, aunque no ha suscrito explícitamente un objetivo específico. El último *Economic Report of the President* estima una tasa de crecimiento potencial de 3,8%.
 9. La inversión en TIC comprende el gasto de las empresas en computadoras y material periférico, programas, material de comunicaciones, instrumentos, equipo de fotocopia y material de oficina. Las tres primeras categorías representan 88% del total, correspondiendo tan solo a los programas 43%. Los gastos en equipo de comunicaciones constituyen únicamente la mitad de los que se hacen en programas.
 10. Como el auge de la inversión en los Estados Unidos se vio sobre todo impulsado por compañías que intentaban explotar los nuevos avances tecnológicos para abrir mercados, difiere de ese mismo auge de finales del decenio de 1980 en el Japón y del de los primeros años del decenio de 1990 en la República de Corea, casos ambos que obedecieron principalmente a un aumento de capacidad en las líneas de actividad existentes en las empresas o a la entrada de nuevos competidores en las líneas ya existentes.
 11. El índice de la Junta de la Conferencia a finales de año era un 11% más bajo que su máximo de mayo de 2000, y el índice de la Universidad de Michigan era un 12% inferior a su máximo de enero de 2000. El descenso de esos dos índices ha sido especialmente llamativo, ya que ambos habían estado previamente en niveles históricamente elevados durante largos períodos. El índice de la Universidad de Michigan disminuyó mucho entre diciembre de 2000 y enero de 2001.
 12. Los indicadores de confianza en las principales economías de la UE han estado disminuyendo desde principios del tercer trimestre. El índice alemán IFO de las expectativas futuras ha descendido desde octubre de 2000, y el del clima empresarial general en la industria había ya retrocedido desde mayo de 2000; el indicador del INSEE francés, que había alcanzado un máximo de 40 en julio, bajó a 17 en enero de 2001. El índice italiano ISAE disminuyó desde 40 en enero de 2000 a 18 en noviembre de 2000 y aún más en diciembre del mismo año.
 13. Véase Crédit Suisse/First Boston, *Euro Area Weekly*, 12 de enero de 2001.
 14. La demanda interna parece haber desempeñado en el fuerte crecimiento de algunas economías europeas menores durante la segunda mitad del decenio de 1990 un papel más importante que en las economías mayores.
 15. Tipos de interés nominales ajustados a la inflación subyacente.
 16. No obstante, como el Japón está todavía sufriendo deflación, el crecimiento real estimado es ligeramente más alto.
 17. Alrededor del 40% de las exportaciones japonesas se dirige a Asia y en torno a un 25% a los Estados Unidos. Las exportaciones a la UE no llegan al 20%

- y probablemente son más sensibles a las variaciones en los tipos de cambio. Por consiguiente, deberían mejorar con una recuperación del euro respecto del yen.
18. Sin embargo, el estudio Tankan de diciembre revisó a la baja los beneficios del segundo semestre y las cifras sobre exceso de capacidad aumentaron.
 19. El Banco Central parece sostener la opinión de que en tanto en cuanto incitan a reestructurar, unos tipos de interés más altos, mediante una mayor eficiencia, conducirán a unos precios más bajos y a deflación. No obstante, un estudio del propio Banco del Japón (6 de octubre de 1999: 56, recuadro E) encuentra que: “los datos no indican que la innovación tecnológica aumente el número de industrias que logran beneficios cuando bajan sus precios aún más en el Japón”.
 20. Las subregiones que se distinguen en esta subsección son las que define la Comisión Económica de las Naciones Unidas para África: 1) *África central* (Camerún, Chad, Congo, Gabón, Guinea Ecuatorial, República Centrafricana, Santo Tomé y Príncipe); 2) *África oriental* (Burundi, Comoras, Djibouti, Eritrea, Etiopía, Kenya, Madagascar, República Democrática del Congo, República Unida de Tanzania, Rwanda, Seychelles, Somalia y Uganda); 3) *África septentrional* (Argelia, Egipto, Jamahiriya Árabe Libia, Marruecos, Mauritania, Sudán y Túnez); 4) *África meridional* (Angola, Botswana, Lesotho, Malawi, Mauricio, Mozambique, Namibia, Sudáfrica, Swazilandia, Zambia y Zimbabwe); y 5) *África occidental* (Benin, Burkina Faso, Cabo Verde, Côte d'Ivoire, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, Malí, Níger, Nigeria, Senegal, Sierra Leona y Togo). El África septentrional y el África meridional representan respectivamente alrededor de 40 y 35% de la producción africana, mientras que al África occidental, a la oriental y a la central corresponden 14, 7 y 4%, respectivamente.
 21. Los países que pueden quedar habilitados son Chad, Etiopía, Gambia, Guinea, Guinea-Bissau, Madagascar, Malawi, Níger, Rwanda, Santo Tomé y Príncipe, y Zambia.

EL COMERCIO Y LAS FINANZAS INTERNACIONALES

A. Acontecimientos recientes en el comercio internacional

Después de la crisis financiera asiática el comercio mundial atravesó un período de crecimiento lento en 1998 y 1999 (cuadro 2.1); esta fase terminó en el año 2000. Estimaciones disponibles a comienzos de 2001 indican que el comercio mundial creció en 2000 a una tasa aproximadamente doble de la de 1999 y bastante más aprisa que la producción mundial (cuadro 2.2)¹. Una economía resistente en los Estados Unidos, la recuperación de la actividad en la UE y el Japón, una reanimación más vigorosa de lo previsto en América Latina y las economías en transición, y el crecimiento sostenido de Asia, todo ello coadyuvó a estimular el comercio. El prolongado período de auge en los Estados Unidos ha dejado su huella en el sistema del comercio mundial. Ya en 1999 correspondió a la economía de los Estados Unidos un 18,5% sin precedentes de las importaciones de todo el mundo en términos de valor, y la proporción en 2000 fue aún mayor (véase OMC, 2000, cuadros III.1 y III.2). En 2001 se espera que la expansión del comercio mundial se modere, por causa de la desaceleración de la producción industrial mundial y de unos precios más estables del petróleo.

Todas las principales regiones registraron un aumento del volumen del comercio en el año 2000, que resultó especialmente pronunciado en los países en desarrollo y, según algunas estimaciones, en las economías en transición (cuadro 2.2). Para los primeros en cuanto grupo, se estima que el volumen de las importaciones aumentó más de 11% en 2000, frente a menos de 6% en 1999 y un descenso en 1998. En América Latina y en las economías en transición, las importaciones disminuyeron en 1999

pero se estima que crecieron más del 10% en 2000. En Asia, las importaciones siguieron progresando, en algunos casos aún más rápidamente de lo que lo hicieron en 1999. El incremento del volumen de las importaciones se aceleró mucho en Hong Kong (China) y la Provincia china de Taiwán, pero fue más lento en Singapur y la República de Corea. En la ASEAN-4, el volumen de las importaciones creció más aprisa que en 1999 en Indonesia y Filipinas pero más lentamente en Malasia y Tailandia. China registró una vez más un vigoroso aumento del volumen de las importaciones en 2000, superando incluso el 26% del año anterior. En África, que se ha visto menos afectada por la reciente volatilidad de los mercados mundiales, las importaciones crecieron, pero a un ritmo más lento que en otras regiones en desarrollo.

El crecimiento de las importaciones también se aceleró en los países desarrollados en el año 2000, aunque a una tasa menor que en los países en desarrollo por vez primera desde 1997. Las importaciones de los Estados Unidos volvieron a aumentar más aprisa que las de otras economías desarrolladas; según algunas estimaciones se incrementaron en más del 14% en 2000. La continuación del papel de los Estados Unidos como comprador de última instancia del resto del mundo explica el vigoroso desempeño del comercio mundial en 2000. Pero la demanda de importaciones también se recuperó apreciablemente en algunos de los mayores países de la UE, a pesar de la debilidad del euro. Se estima que el crecimiento total de las importaciones de la zona del euro fue de más del

Cuadro 2.1

**EXPORTACIONES E IMPORTACIONES POR REGIONES Y AGRUPACIONES ECONÓMICAS,
1997-1999**

(Variación porcentual respecto del año anterior)

<i>Región/agrupación económica</i>	<i>Valor de las exportaciones</i>			<i>Volumen de las exportaciones</i>		
	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>
Mundo	3,5	-1,6	3,5	10,7	5,0	4,8
Países desarrollados de economía de mercado	2,0	0,8	1,7	10,0	4,6	4,3
<i>de los cuales:</i>						
Japón	2,4	-7,8	8,1	11,8	-1,3	2,1
Estados Unidos	10,2	-0,9	1,9	11,9	2,3	4,3
Unión Europea	-0,5	4,0	-1,0	9,4	6,3	3,7
Economías en transición	4,2	-4,7	-0,6	10,4	5,1	-1,7
Países en desarrollo	7,0	-6,9	8,7	12,5	5,6	7,1
<i>de los cuales:</i>						
África	2,0	-15,9	8,7	6,7	-1,8	3,8
América Latina	10,6	-1,3	6,4	11,7	7,6	7,5
Oriente Medio	4,7	-22,5	23,6	12,6	6,9	-3,0
Asia	7,2	-4,5	7,5	13,6	5,3	10,1
<i>de la cual:</i>						
Nuevas economías industrializadas ^a	3,5	-7,5	5,3	11,6	3,8	7,0
ASEAN-4 ^b	5,1	-4,0	10,7	12,2	10,7	13,1
China	21,1	0,4	6,3	20,6	3,5	15,5
Pro memoria:						
ASEAN-4 más República de Corea	5,0	-3,5	10,2	18,0	13,7	12,6
<i>Región/agrupación económica</i>	<i>Valor de las importaciones</i>			<i>Volumen de las importaciones</i>		
	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>
Mundo	3,5	-0,9	4,0	9,9	4,3	6,0
Países desarrollados de economía de mercado	2,3	3,1	4,9	9,4	7,7	7,0
<i>de los cuales:</i>						
Japón	-3,0	-17,2	11,0	1,7	-5,3	9,5
Estados Unidos	9,4	5,0	12,2	12,1	11,7	11,3
Unión Europea	-0,3	5,9	0,8	8,9	8,3	4,2
Economías en transición	6,5	-1,8	-11,6	13,7	4,7	-8,8
Países en desarrollo	6,1	-10,2	4,2	10,5	-3,8	5,6
<i>de los cuales:</i>						
África	5,7	1,2	0,0	10,0	5,2	-2,0
América Latina	18,2	5,0	-3,0	21,4	8,6	-1,0
Oriente Medio	8,1	-3,2	2,6	10,8	-3,8	1,7
Asia	2,2	-18,5	8,9	7,3	-10,6	12,1
<i>de la cual:</i>						
Nuevas economías industrializadas ^a	3,4	-19,5	7,3	7,4	-10,0	8,2
ASEAN-4 ^b	-2,4	-27,9	7,3	4,9	-23,1	9,2
China	2,4	-1,3	18,2	5,4	2,5	25,7
Pro memoria:						
ASEAN-4 más República de Corea	-3,0	-30,9	15,0	3,5	-22,2	16,4

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos de la OMC.

^a Hong Kong (China), Provincia china de Taiwán, República de Corea y Singapur.

^b Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

Cuadro 2.2

**EXPORTACIONES E IMPORTACIONES POR REGIONES Y AGRUPACIONES ECONÓMICAS, 2000:
ESTIMACIONES DE VARIAS INSTITUCIONES**

(Variación porcentual respecto del año anterior)

Región/agrupación económica	Valor de las exportaciones		Volumen de las exportaciones		
	FMI	NU	FMI	OCDE	NU
Mundo	9,9	.	10,4 ^a	13,3 ^a	10,6
Países desarrollados de economía de mercado	.	.	10,2 ^b	12,9	10,2
<i>de los cuales:</i>					
Japón	.	.	9,7 ^c	12,5	8,6
Estados Unidos	.	.	8,8 ^c	12,6	10,6 ^d
Unión Europea	.	.	9,5 ^c	12,6	10,8 ^e
Economías en transición	.	28,4 ^f	.	.	8,3 (15,8 ^f)
Países en desarrollo	20,4	.	10,3	.	11,9
<i>de los cuales:</i>					
África	25,6	.	6,6	.	4,7
América Latina	17,9	20,5 ^g	10,8	.	6,4 (4,2 ^g)
Asia	14,0	.	10,9	.	.
<i>de la cual:</i>					
Asia oriental y meridional	.	.	.	.	13,5
China	.	.	.	.	21,6

Región/agrupación económica	Valor de las exportaciones		Volumen de las exportaciones		
	FMI	NU	FMI	OCDE	NU
Mundo	.	.	10,4 ^a	13,3 ^a	10,8
Países desarrollados de economía de mercado	.	.	10,4 ^b	12,7	8,8
<i>de los cuales:</i>					
Japón	.	.	6,8 ^c	11,5	6,4
Estados Unidos	.	.	13,0 ^c	14,5	13,1 ^d
Unión Europea	.	.	8,7 ^c	11,0	6,8 ^e
Economías en transición	.	13,2 ^f	.	.	11,8 (17,0 ^f)
Países en desarrollo	15,1	.	11,2	.	15,7
<i>de los cuales:</i>					
África	9,0	.	6,2	.	7,1
América Latina	13,9	17,5 ^g	14,4	.	9,2 (12,3 ^g)
Asia	17,3	.	13,2	.	.
<i>de la cual:</i>					
Asia oriental y meridional	.	.	.	.	15,1
China	.	.	.	.	45,3

Fuente: FMI (2000a); OCDE (2000a); UN/DEAS-UNCTAD (2001).

^a Variación porcentual anual media de exportaciones e importaciones.

^b NEI incluidas.

^c Servicios incluidos.

^d América del Norte.

^e Europa Occidental.

^f CEPE (enero a septiembre).

^g CEPAL.

10% en 2000. Aunque su aumento no llegó al de los Estados Unidos ni al de Europa, el Japón también registró un incremento acelerado del volumen de sus importaciones en el año 2000, en parte por la recuperación de las inversiones, especialmente en equipo relacionado con tecnología de la información y las comunicaciones.

La fuerte expansión de la demanda mundial de importaciones en 2000 se vio acompañada frecuentemente de un vigoroso desempeño de las exportaciones mundiales². Un giro especialmente rápido se registró en el crecimiento del volumen de las exportaciones de las economías del Oriente Medio y de aquéllas en transición. En estas últimas, tal cosa se debió en parte a sus lazos cada vez más estrechos con Europa occidental (con Alemania, en particular), donde la producción volvió a cobrar fuerza en 2000. El gran incremento del volumen de las exportaciones de la Federación de Rusia también obedeció a una mayor demanda de sus productos, sobre todo petróleo y metales. El crecimiento más elevado de las exportaciones de otras regiones siguió impulsando la recuperación de Asia y de parte de América Latina, ayudado por las depreciaciones monetarias. En las economías asiáticas otro factor fue la reanimación del comercio intrarregional, que también contribuyó al rápido incremento de las exportaciones chinas³. Del mismo modo, la expansión del volumen de las exportaciones de México debe mucho a sus fuertes vínculos con la economía de los Estados Unidos. Las excepciones en esa tendencia son aquellos países, sobre todo en África y América Latina, cuyas exportaciones están muy concentradas en un pequeño número de productos primarios distintos del petróleo. Los problemas que afrontan esos países se han visto agravados por unos precios mundiales estancados o descendentes.

La aceleración del volumen de las exportaciones en el año 2000 también se advierte en los países desarrollados, particularmente en la zona del euro, que se benefició de la competitividad derivada de la debilidad de la moneda europea. El crecimiento de dos dígitos de las exportaciones de algunas de las mayores economías europeas, como Alemania y Francia, resulta especialmente notable. El fuerte aumento de las exportaciones también ayudó a reanimar la economía japonesa en 2000.

Los desequilibrios comerciales entre las principales regiones económicas que se han ido produciendo en los últimos años, en razón de las apreciables diferencias del crecimiento de los Estados Unidos respecto del de otras economías desarrolladas y de la fortaleza del dólar, aumentaron aún más en 2000. Mientras el déficit comercial de los Estados Unidos registró un máximo sin precedentes, cercano al 4% del PIB⁴, en los excedentes comerciales del Japón y de la Unión Europea hubo pocos cambios a pesar de que tuvieron que pagar bastante más por sus importaciones de petróleo. Los países en desarrollo exportadores de petróleo y varias economías en transición, sobre todo la Federación de Rusia, registraron unos crecientes excedentes comerciales.

En el año 2001 se espera que la demanda general de importaciones aumente menos que en 2000 por causa de la desaceleración económica en los Estados Unidos y en algunos países que han experimentado recientemente una rápida recuperación. Es probable que el nivel de las entradas de capital privado limite el incremento de la capacidad de importación de bastantes países en desarrollo, particularmente en América Latina.

B. Los mercados de productos distintos del petróleo

En el año 2000 los precios mundiales de los productos básicos distintos del petróleo se recuperaron un poco respecto de los grandes descensos de 1998 y 1999. Aunque el incremento global de casi el 2% fue la primera subida en cinco años (cuadro 2.3), los precios se mantuvieron claramente por debajo de los niveles de 1996-1997. El crecimiento más rápido de todas las grandes regiones económicas se tradujo en una mayor demanda de un gran número de productos primarios, lo que hizo que bajaran las existencias y subiesen los

precios en algunos casos. Esos incrementos fueron suficientes para compensar la pronunciada baja de los precios de ciertos productos fundamentales, como café, cacao y arroz. Los efectos adversos combinados de la persistente debilidad de los precios de algunos productos, por un lado, y el alza de los precios de los crudos, por el otro, generaron graves problemas de balanza de pagos y un menoscabo del bienestar en aquellos países en desarrollo importadores de petróleo que dependen mucho de la producción y exportación de unos pocos productos primarios.

Cuadro 2.3

PRECIOS MUNDIALES DE LOS PRODUCTOS PRIMARIOS, 1996-2000

(Variación porcentual respecto del año anterior)

Grupo de productos	1996	1997	1998	1999	2000
Todos los productos^a	-4,2	0,0	-13,0	-14,2	1,9
Alimentos y bebidas tropicales	2,1	2,8	-14,3	-18,3	1,0
<i>Bebidas tropicales</i>	-15,2	33,3	-17,3	-20,9	-13,2
Café	-19,1	54,7	-28,5	-23,2	-16,2
Cacao	1,2	11,2	3,7	-32,1	-22,2
Té ^b	...	35,1	4,3	-7,0	6,8
<i>Alimentos</i>	6,8	-3,5	-13,8	-18,1	5,9
Azúcar	-9,9	-4,9	-21,2	-30,0	30,5
Carne de vacuno	-6,4	4,0	-7,0	6,1	5,7
Maíz	25,0	-25,3	-13,4	-5,5	-1,0
Trigo	16,2	-22,6	-19,9	-10,9	3,5
Arroz	5,0	-10,7	1,3	-18,6	-18,1
Plátanos	7,5	4,3	-3,1	-9,9	-2,3
Aceites vegetales y semillas oleaginosas	-4,2	-0,9	7,1	-23,3	-22,8
Materias primas agropecuarias	-9,9	-10,3	-10,8	-10,3	-1,0
Cueros y pieles	-23,7	-19,8	-22,7	-27,6	73,8
Algodón	-14,8	-8,9	-8,3	-22,9	3,5
Tabaco	15,6	15,6	-5,5	-7,0	-3,4
Caucho	-11,9	-28,3	-29,8	-12,6	7,9
Maderas tropicales en rollo	-20,1	-5,5	-1,2	-7,2	-4,3
Minerales y metales	-12,1	0,0	-16,0	-1,8	12,0
Aluminio	-16,6	6,2	-15,1	0,3	13,8
Fosfato mineral	8,6	7,9	2,4	4,6	0,2
Mineral de hierro	6,0	1,1	2,8	-9,2	2,6
Estaño	-0,8	-8,4	-1,9	-2,5	0,6
Cobre	-21,8	-0,8	-27,3	-4,9	15,3
Níquel	-8,8	-7,6	-33,2	29,8	43,7
Mineral de tungsteno	-17,9	-9,3	-6,4	-9,3	12,1
Plomo	22,7	-19,4	-15,3	-5,0	-9,7
Zinc	-0,6	28,4	-22,2	5,1	4,8

Fuente: UNCTAD, *Boletín mensual de precios de productos básicos*, varios números.^a Excluido el petróleo crudo.^b Nueva serie, con datos a partir de 1996.

Así, detrás de la mejora general de los precios se encuentran tendencias muy divergentes en los diversos grupos de productos básicos. Los prolongados efectos del descenso de la demanda en 1998-1999 han dejado a productores y exportadores de algunos productos primarios – como café, cacao, arroz y madera tropical – con grandes existencias que tendrán que reducirse bastante más antes de que los precios empiecen a recuperarse. Para algunos productos, en particular níquel y zinc, la disminución de existencias que empezó a finales de 1999 continuó a lo largo del año 2000, gracias a la fuerte demanda. Las variaciones en el nivel de las existencias de los productos agropecuarios, en cambio, han sido dispares.

Los precios de minerales y metales en cuanto grupo aumentaron 12% en 2000 desde el bajo nivel del año anterior, gracias al níquel, cobre, aluminio y tungsteno. No obstante, los precios de todos los metales, con excepción del níquel, se mantuvieron por debajo de su promedio de 1996-1997. La pronunciada subida de los precios de los metales básicos y de algunas otras materias primas industriales es la consecuencia de una fuerte demanda, de recortes en la producción y de la reducción de existencias. Los precios del aluminio, que empezaron a recuperarse en 1999 después de un acusado descenso en 1998 y principios de 1999, subieron 14% en 2000 a pesar de unas existencias grandes y una mayor producción. Los precios del

cobre aumentaron más del 15% por la fuerte demanda, que redujo el exceso tan grande de existencias acumuladas durante 1997-1999. Los precios del níquel se incrementaron un 44%, después de una subida del 30% en 1999, merced sobre todo a la vigorosa demanda creada por un rápido crecimiento de la producción siderúrgica. Con una demanda que creció más que la oferta, las existencias de níquel disminuyeron mucho, descendiendo a su nivel más bajo de muchos años. Los precios del mineral de hierro y del zinc aumentaron moderadamente, mientras que los del estaño y la fosforita se mantuvieron relativamente invariables. Por cuarto año consecutivo, los precios del plomo siguieron bajando, por causa de unas existencias grandes y una demanda endeble.

Los precios de los productos agrícolas registraron en 2000 grandes variaciones, por los muchos cambios habidos en el equilibrio de la oferta y la demanda, así como en el nivel de las existencias. Los de productos fundamentales se mantuvieron débiles por causa de que la oferta continuara creciendo y de unas cuantiosas existencias. El que prosiguiera la gran producción de café, cacao y arroz se tradujo en un nuevo incremento de sus existencias y una mayor presión a la baja sobre sus precios. Los del café siguieron disminuyendo mucho en 2000, después de un descenso acumulativo de 45% en el bienio anterior, debido también, en parte, a una demanda endeble, sobre todo en Europa y los Estados Unidos. Pero el considerable incremento apreciable de la producción en Viet Nam, que se convirtió en el segundo mayor exportador de café del mundo después del Brasil, contribuyó asimismo, a la

tendencia descendente de los precios de ese producto. A pesar de un incremento de la demanda, los precios del cacao alcanzaron un mínimo sin precedentes en el año 2000, en razón de una oferta muy grande que condujo a una mayor acumulación de existencias. El alza del 7% en el precio del té compensó el declive registrado en 1999 y se debió principalmente a una reducción del volumen de la oferta, sobre todo de la de Kenya y la India.

El aumento del 6% en los precios de los alimentos en 2000 fue el primero habido desde 1996, reflejando una acusada recuperación de los precios del azúcar, que subieron más de lo que se esperaba al registrarse un descenso grande de las existencias. Los precios del trigo se recuperaron un poco pero se mantuvieron bastante por debajo de su nivel de 1996, mientras los del arroz bajaron un 18%. Una capacidad de producción excesiva en los principales países exportadores ha hecho que descienda el nivel de los precios del arroz en los últimos años. Las semillas oleaginosas y los aceites vegetales también vieron bajar sus precios, con un descenso de 23% en 2000, después de una caída de magnitud similar en 1999.

Para el año 2001, los cambios en los precios de los productos básicos distintos del petróleo seguirán variando para cada producto y grupo de productos. En su conjunto, cabe esperar que casi todos sus mercados se mantengan débiles; las perspectivas a corto plazo se ven empañadas por la mucha incertidumbre asociada al desempeño de la economía de los Estados Unidos y a las repercusiones que tendría una desaceleración en ese país sobre el resto del mundo.

C. Acontecimientos recientes y tendencias emergentes en los mercados del petróleo

1. Precios, oferta y demanda

El precio anual medio de los crudos subió un 58% hasta 27,6 dólares el barril en el año 2000, el nivel más alto desde 1985, y los precios mensuales medios alcanzaron un máximo de 31,5 dólares en septiembre de 2000⁵ (gráfico 2.1). Durante todo 1998 y principios de 1999 los precios del petróleo habían caído, llegando a un mínimo de unos 10 dólares el barril, por causa sobre todo de la crisis económica

asiática que redujo mucho la demanda mundial⁶. Con miras a invertir el declive de los precios, los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y algunos exportadores no pertenecientes a ella (Federación de Rusia, México, Noruega y Omán) redujeron conjuntamente la producción de petróleo en más de 2 millones de barriles por día (bpd) en abril de 1999. Esos recortes en la oferta coincidieron con una reanimación de la demanda gracias a la recuperación económica en el Asia oriental y al crecimiento ininterrumpido de los

Gráfico 2.1

**PROMEDIOS MENSUALES DE LOS PRECIOS
AL CONTADO DE LOS PETRÓLEOS CRUDOS
DE LA OPEP, 1998-2000**

(Dólares por barril)



Fuente: OPEP, *Monthly Oil Market Report*, varios números.

Estados Unidos. El resultado total fue una disminución grande de las reservas mundiales de petróleo, mientras que los precios se triplicaron entre febrero de 1999 y febrero de 2000.

Cuando el alza de los precios empezó a sentirse en muchos países importadores de petróleo, la OPEP aumentó su producción en 1,7 millones de bpd en abril de 2000 y adoptó oficiosamente un plan encaminado a mantener el precio del barril en la gama de 22 a 28 dólares (véase TDR 2000, cap. III, secc. C). Así, cuando los precios subieron por encima del límite de 28 dólares, la OPEP incrementó su objetivo de producción en julio y octubre un total de 3,2 millones de bpd. Los precios registraron un máximo en septiembre y nuevamente en noviembre de 2000, cuando quienes negocian con los crudos de petróleo empezaron a preocuparse por el descenso de las existencias, sobre todo en los Estados Unidos. Sin embargo, los precios disminuyeron mucho en diciembre de 2000, alcanzando su nivel más bajo en ocho meses. Los temores a un desplome remplazaron a las preocupaciones por unos precios altos. En un esfuerzo por impedir un descenso por debajo de la banda fijada como objetivo e inquieta ante el lento crecimiento de la demanda de petróleo, particularmente en los Estados Unidos, la OPEP redujo los cupos de producción de sus miembros, proporcionalmente a su cuantía, en 1,5 millones de bpd en febrero de 2001.

2. Repercusiones del alza de los precios del petróleo

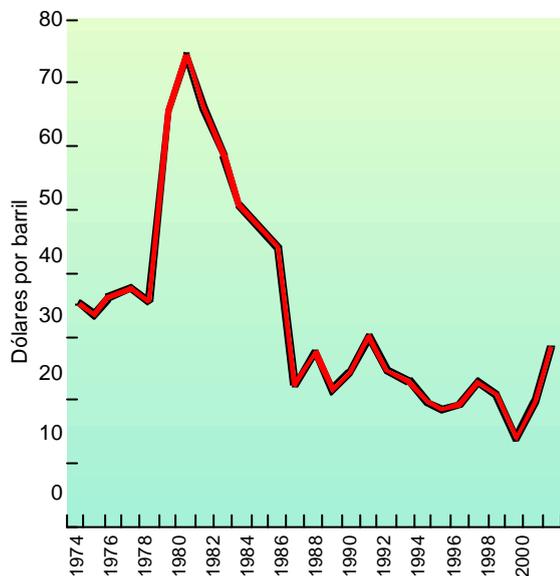
Es una opinión muy extendida que unos precios del petróleo más altos deprimen la actividad económica mundial. El negativo efecto renta en términos reales de una subida se considera similar a un impuesto o gravamen sobre el ingreso de los hogares y las empresas en los países importadores de petróleo, reduciendo la demanda global. No obstante, esa opinión tiene en cuenta sólo los efectos negativos sobre los consumidores del mundo occidental, ignorando el efecto positivo sobre los productores de petróleo. Todo alza en el precio de éste que no se vea totalmente compensado por una disminución de las cantidades vendidas produce una redistribución del ingreso real desde los consumidores a los productores. Es probable que esta redistribución cambie la estructura de la demanda de bienes en el mercado mundial pero no reduce necesariamente la demanda agregada y la actividad global.

En todo caso, incluso el impacto directo del aumento reciente de los precios del petróleo sobre los países industrializados importadores de petróleo ha sido mucho menos severo que las subidas de 1973 y 1979-1980 por varios motivos. La actividad económica de los países industrializados es mucho menos intensiva en petróleo de lo que era hace 20 o 30 años, y a pesar del reciente incremento tan grande en términos nominales, los precios del petróleo siguen todavía relativamente bajos en términos reales, con un precio real medio del barril en el año 2000 que es del orden de un tercio del de 1980, y un 20% más bajo que el de 1974 (gráfico 2.2). La importancia del petróleo en el comercio ha disminuido así mucho en los últimos 20 años, como también se ha aminorado el impacto potencial de sus precios sobre la inflación de los países industrializados. Desde febrero de 1999, a pesar de casi una triplicación de los precios de los crudos, lo que pagan los usuarios últimos en los países más industrializados aumentó sólo alrededor del 30%, causando un alza del índice general de precios al consumo del orden de 0,5 puntos porcentuales tanto en 1999 como en 2000 (OCDE, 2000a, cuadros I.8 y I.9).

No obstante, la subida del petróleo en el año 2000 provocó un amplio debate en los principales países consumidores sobre los precios, la fiscalidad y la seguridad de ese producto. El Gobierno de los Estados Unidos decidió vender parte de sus reservas estratégicas, que normalmente sólo se usan en emergencias graves. Y algunos gobiernos europeos otorgaron compensaciones a ciertos grupos, en respuesta a una rebelión de los consumidores contra los altos precios en las estaciones de servicio. A menudo se ha imputado a los países exportadores de

Gráfico 2.2

PRECIOS REALES DEL PETRÓLEO, 1974-2000

(Dólares por barril^a)

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos de BP Amoco, *Statistical Review of World Energy 2000*, y Departamento de Trabajo de los Estados Unidos (www.stls.frb.org/fred/data/cpi).

^a Los precios en dólares corrientes han sido deflactados por el índice de precios al consumo de los Estados Unidos con 2000 como año base.

petróleo, en particular a los miembros de la OPEP, la responsabilidad de unos precios supuestamente excesivos del petróleo usado en el transporte y la calefacción. Sin embargo, lo que pagan los consumidores ha aumentado incluso durante períodos en que bajaban los crudos, por causa sobre todo de las repercusiones de los impuestos sobre el consumo de combustibles en los países industrializados, especialmente en Europa (cuadro 2.4). Los impuestos que gravan la gasolina en la UE, por ejemplo, constituyen por término medio alrededor del 68% del precio final, distribuyéndose el 32% restante por igual entre el margen que percibe la industria (es decir, refinerías y empresas vendedoras) y países exportadores de petróleo. En 1999, los impuestos sobre los combustibles reportaron casi 358.000 millones de dólares en los países del G-7, una cantidad casi doble de la que obtuvieron los miembros de la OPEP con sus exportaciones de crudos.

Para los países desarrollados, las subidas de los precios del petróleo en 1999 y 2000 representaron un costo adicional en sus importaciones de menos del

0,5% del PIB, pero también fomentaron unas exportaciones mayores a los países productores de petróleo. Habida cuenta de su diferente estructura en materia de exportación, los países en desarrollo importadores de petróleo suelen recibir muchos menos beneficios de toda demanda adicional de los exportadores de petróleo. Como la utilización de este último por unidad de producción es mayor en los países en desarrollo que en los desarrollados, el impacto general de los aumentos de los precios del petróleo desde 1999 ha sido mucho más severo en los primeros.

En realidad, en muchos países en desarrollo las repercusiones fueron superiores a las de los incrementos del decenio de 1970 y primeros años del de 1980, ya que sus esfuerzos por industrializarse y contar con un sector manufacturero han aumentado su dependencia de los combustibles modernos; su empleo de vehículos de motor también se ha incrementado mucho. En consecuencia, se han vuelto más intensivos en petróleo, utilizando por unidad de producción casi el doble de petróleo que los países desarrollados. Según una estimación reciente, el menoscabo consiguiente en la relación de intercambio debido al reciente alza de los precios del petróleo ha supuesto de 1,4 a 2,0% del PIB en los países del Asia sudoriental, del orden de 1% en la India y Sudáfrica, y de 0,5% en el Brasil (OCDE, 2000a: 15).

Lo que pagan por ese producto los países en desarrollo importadores de petróleo aumentó en alrededor de 21.000 millones de dólares en 1999 y en otros 43.000 millones en 2000 (cuadro 2.5). Como el petróleo generalmente representa una gran parte de sus importaciones totales, su balanza por cuenta corriente se deterioró considerablemente, en más del 1% del PIB tan solo en el año 2000. Es probable que ello tenga severas consecuencias para el crecimiento y el nivel de vida en muchos casos. En los países de África importadores de petróleo, de los que muchos son PMA, el incremento combinado de lo que pagan por importar petróleo ascendió en el último bienio a alrededor de 6.000 millones de dólares, lo que supone el 2% de su PIB. Habida cuenta de sus limitaciones en materia de financiación exterior y de su incapacidad para lograr un crecimiento de las exportaciones equivalente, muchos de ellos se vieron obligados a reducir sus importaciones de otros bienes.

En cambio, la subida de los precios del petróleo ha aliviado las restricciones en las balanzas de pagos y los presupuestos de muchos de los países en desarrollo que exportan ese producto y que habían sufrido unas severas mermas de su relación de intercambio en 1998. Los ingresos de exportación del petróleo de los miembros de la OPEP se duplicaron entre 1998 y 2000, alcanzando su nivel más alto desde 1981.

Cuadro 2.4

PAÍSES DEL G-7: PRECIOS MEDIOS EN SURTIDOR DE LA GASOLINA ^a E INGRESOS DE LOS IMPUESTOS SOBRE LOS PRODUCTOS DEL PETRÓLEO ^b

	<i>Precio</i>	<i>Impuesto</i>	<i>Impuestos (porcentaje del precio total)</i>	<i>Ingresos de los impuestos sobre los productos del petróleo, 1999 (miles de millones de dólares)</i>
	<i>(dólares por litro)</i>			
Reino Unido	1,15	0,85	73,7	59,6
Japón	1,02	0,55	53,6	79,0
Italia	0,96	0,61	63,4	47,9
Francia	0,94	0,64	68,0	53,2
Alemania	0,90	0,61	67,4	58,2
Canadá	0,49	0,42	40,8	14,8
Estados Unidos	0,41	0,10	24,8	95,7

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en Organismo Internacional de Energía, *Monthly Market Report*, 11 de diciembre de 2000.

^a Precios medios de noviembre de 2000.

^b 1999.

3. *Perspectivas*

El panorama de los precios del petróleo depende en buena parte de la política de producción de la OPEP. Con la excepción de la Arabia Saudita, los Emiratos Árabes Unidos y Kuwait, cuya capacidad de producción no utilizada se estima en unos 3 a 4 millones de bpd, todos los demás países han estado produciendo a plena capacidad. La principal incertidumbre del mercado se refiere a las exportaciones de petróleo del Iraq. Del lado de la demanda, un determinante fundamental será el crecimiento del PIB y las políticas energéticas en los principales países industriales. En los próximos 12 meses se espera que la demanda mundial de petróleo se atenúe, dependiendo el descenso de la desaceleración en los Estados Unidos y de sus repercusiones sobre la actividad económica mundial. Las existencias de petróleo han aumentado pero siguen en niveles relativamente bajos, y esto irá contribuyendo a la fragilidad del mercado y a la volatilidad de los precios. Sin embargo, a menos de una perturbación grave de la oferta, los precios medios del petróleo pueden caer en el año 2001 por debajo de los 20 dólares el barril.

A plazo mediano y largo los precios del petróleo vendrán determinados principalmente por cómo evolucione la capacidad de producción nueva y por las energías alternativas. Aparte de proporcionar el 40% de la oferta mundial de petróleo, los miembros de la OPEP tienen alrededor del 78% de las reservas probadas de crudos del mundo. Casi todas esas reservas conocidas se caracterizan por unos bajos costos de desarrollo y explotación y pueden aprovecharse con bastante rapidez.

Cuadro 2.5

MONTO DE LAS IMPORTACIONES DE CRUDOS DE LOS PAÍSES IMPORTADORES DE PETRÓLEO, 1998-2000

(Miles de millones de dólares)

<i>País/región</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>
Estados Unidos	47,3	67,2	106,3
Japón	23,5	34,0	53,6
Europa occidental	45,2	63,3	99,5
Europa central	5,0	7,2	11,4
Países en desarrollo	52,1	72,8	116,1
África	5,0	7,0	11,0
Asia	41,6	58,3	91,6
América Latina	5,5	8,5	13,5

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD.

Las inversiones en exploración y producción han aumentado generalmente en respuesta a la subida de los precios, pero el grueso de toda capacidad nueva de producción no se materializará hasta después del año 2001. En particular, las compañías petroleras internacionales y otros productores independientes han estado invirtiendo en actividades de prospección y desarrollo nuevas que probablemente aumentarán mucho la capacidad de oferta de los países distintos de los de la OPEP. Se esperan incrementos de producción no sólo en la Federación de Rusia y los exportadores de petróleo del Asia central, sino también en países de América Latina, África y el Oriente Medio. Además, los

adelantos tecnológicos han reducido el costo de la exploración y producción a casi la mitad del de hace diez años, y han hecho posible que las compañías petrolíferas hagan prospecciones en zonas fronterizas nuevas, especialmente en el mar frente a la costa, y descubran petróleo con más facilidad que nunca. Por otra parte, el aumento reciente de los precios del

petróleo ha renovado, una vez más, el interés por la conservación de la energía, las fuentes alternativas y las tecnologías nuevas de los combustibles, tales como motores híbridos y células energéticas de hidrógeno, con lo que el petróleo, sin perjuicio de seguir siendo una de las principales fuentes de energía, puede ir perdiendo importancia económica.

D. Mercados monetarios e indicadores financieros de los mercados emergentes

Al examinar la evolución de los mercados financieros internacionales en la primera parte del año 2000, el *TDR 2000* señaló la mucha incertidumbre que acompañaba a toda prognosis. La segunda mitad del año se caracterizó ciertamente por crisis y por conjuntos de medidas de respaldo financiero en la Argentina (recuadro 2.1) y Turquía (recuadro 2.2), así como por movimientos en los indicadores financieros, tales como unos aumentos de los márgenes de rendimiento de los bonos internacionales de algunos países en desarrollo, lo que parecía apuntar a que se percibía un riesgo mayor. Pero en otros mercados emergentes, las modificaciones de las condiciones monetarias y las presiones sobre los tipos de cambio fueron por lo general más graduales o en buena parte inexistentes (excepto durante breves períodos de intranquilidad política en algunos países). No obstante, el año fue también notable por las grandes caídas de los precios de las acciones.

En Asia hubo pocos cambios importantes desde principios del año 2000 en la política cambiaria o en los regímenes de control de cambios, pero en América Latina hubo una tendencia hacia la plena dolarización. Los sistemas monetarios de las economías en desarrollo y en transición siguen así presentando toda una gama, desde paridades rígidas (en la Argentina y Hong Kong (China)) y una dolarización completa (en el Ecuador y El Salvador) hasta diversos tipos de flotación. Varios países han adoptado flotaciones más libres desde 1997, si bien en algunos casos conservan la facultad de intervenir discrecionalmente en el mercado en defensa de sus monedas en determinados casos como cuando se trata de mantener un cierto orden o evitar depreciaciones o apreciaciones repentinas⁷. Venezuela ha continuado con su banda móvil, a cuyo tenor se deja que el tipo de cambio al contado del dólar fluctúe hasta un 7,5% a cada lado de un tipo central ajustable. Malasia ha

seguido con un tipo de cambio fijo del ringgit con el dólar desde septiembre de 1998. En Indonesia, en enero de 2001, con el fin de reducir la volatilidad de la rupia y ante el peligro de una mayor desestabilización de un sector financiero todavía vulnerable, el Gobierno introdujo un conjunto de restricciones a algunas transacciones de capital con no residentes (personas y empresas extranjeras y entidades indonesias en el exterior), que revistió la forma de topes a las transacciones de derivados y la prohibición de aquellas actividades de endeudamiento, préstamo o inversión que es probable afecten al tipo de cambio.

El Ecuador adoptó un régimen de dolarización en marzo de 2000, y El Salvador hizo lo mismo en enero de 2001. En el Ecuador, el dólar se convirtió en moneda legal, pero la divisa nacional (respaldada plenamente por dólares) siguió en circulación para facilitar las transacciones pequeñas. Uno de los principales objetivos de esa medida es reducir las tasas de interés hasta los niveles de los Estados Unidos. Sin embargo, el proceso puede verse frenado por un mayor riesgo crediticio y político a causa de las variaciones en los precios para ajustarse al tipo de cambio del dólar respecto de la moneda nacional y por las consiguientes perturbaciones en la producción y el empleo. Hasta ahora, las tasas de interés a corto plazo en el Ecuador han caído sustancialmente, pero aquéllas para vencimientos más largos siguen muy por encima de las tasas en dólares.

Entre los principales indicadores financieros se produjo un cambio de dirección espectacular durante el año 2000 en los índices de los precios de las acciones en los mercados emergentes (gráfico 2.3). Después de una subida de más del 50% en los índices de todas las grandes regiones en 1999, hubo grandes caídas en 2000, con el declive mayor en Asia. Si bien esos descensos se vieron avivados por la mayor incertidumbre económica y unas perspectivas

CHOQUES EXTERNOS, AJUSTES Y CRISIS EN LA ARGENTINA

A pesar de los muchos esfuerzos desplegados por el nuevo Gobierno para aplicar un programa económico anunciado en diciembre de 1999 y respaldado por un acuerdo de derecho de giro con el FMI, el desempeño económico del año 2000 resultó decepcionante cuando la economía no logró recuperarse de la recesión causada por las secuelas del impago ruso.

Desde que se aprobó la Ley de Convertibilidad en 1991, el peso se ha cambiado en paridad con el dólar estadounidense, con el apoyo de una junta monetaria. Esto, claro es, excluyó el empleo de políticas cambiarias o monetarias para contrarrestar la apreciación del dólar o los tipos de interés de los Estados Unidos más altos, de modo que el único ajuste posible era mediante un proceso deflacionario que mejorara la competitividad. Este ajuste afectó al logro de los objetivos de la política económica de diferentes maneras. Por un lado, la deflación produjo una depreciación real del orden del 10% en 2000 del tipo de cambio efectivo (cuando se mide en términos de los costos laborales unitarios relativos). Juntamente con unos precios más altos de la energía (que representa más del 10% de las exportaciones de bienes del país) y el lento crecimiento de las importaciones por causa de la recesión, ello se tradujo en un pronunciado cambio de signo de la balanza comercial, desde un déficit en 1999 a un excedente en 2000. Por otra parte, lo recaudado por los impuestos se redujo mucho y el déficit fiscal no consiguió mejorar. Además, la tasa de desempleo, que antes de la desaceleración económica de 1998 había caído por debajo del 13%, volvió a subir, superando el 14%. Aunque las necesidades financieras netas del Gobierno disminuyeron en el año 2000, su endeudamiento externo neto aumentó algo.

El mejor desempeño comercial y el crédito facilitado por el FMI no lograron contener los diferenciales de los intereses, que se incrementaron mucho en mayo y se mantuvieron en 650-700 puntos básicos hasta agosto cuando los mercados empezaron a inquietarse por el deteriorado clima social producido por el renovado marasmo económico y sus repercusiones sobre las finanzas públicas. También preocuparon los efectos de una nueva subida de los tipos de interés en los Estados Unidos. El Gobierno, sin embargo, fue capaz de aplicar su plan de financiación externa: a principios de septiembre había allegado 14.500 millones de dólares, más del 80% de la financiación bruta requerida para el año 2000. No obstante, el aumento de los tipos de interés aplicados a los principales prestatarios, desde alrededor del 9% a un máximo de casi 20% en noviembre, contribuyó a enfriar aún más la actividad económica.

En octubre y noviembre, la inestabilidad política creó turbulencias en los mercados de capital, y a finales de ese último mes los diferenciales de los tipos subieron a casi 900 puntos básicos y las reservas internacionales totales disminuyeron en alrededor de 3.000 millones de dólares¹. Con el fin de prevenir una nueva merma de las reservas, el Banco Central decidió limitar el uso por los bancos comerciales de las letras del tesoro a corto plazo (*Letes*) como garantía de sus *pases activos*². También recurrió al crédito concedido por el Fondo.

Al mismo tiempo, el Gobierno lanzó un plan económico revisado y pidió al FMI que elevara su compromiso de financiación. En las medidas conjuntas anunciadas en enero de 2001, el Fondo incrementó el derecho de giro otorgado a la Argentina a 13.700 millones de dólares, lo que equivalía al 500% del cupo del país (de los que alrededor de 3.000 millones de dólares se proporcionarían por el Servicio de Complementación de Reservas)³. El Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) prometieron préstamos nuevos del orden de 4.800 millones de dólares a lo largo de dos años, y el Gobierno español contribuyó con 1.000 millones de dólares. Se espera que los desembolsos de esas fuentes multilaterales y bilaterales cubran del orden de la tercera parte de los requisitos financieros brutos del Gobierno, estimados en 2001 en unos 30.000 millones de dólares. El resto se financiará mediante acuerdos con bancos locales para la renovación de bonos llegados a su vencimiento, emisiones nuevas y compras de bonos por fondos nacionales de pensiones. El Gobierno también está pensando en acudir por otras vías a los mercados internacionales de capital.

Basándose en la experiencia de acuerdos similares suscritos con el FMI por Tailandia, Indonesia y la República de Corea, donde las reducciones previstas en los déficit fiscales tuvieron que revisarse en condiciones de recesión, la carta de intención de la Argentina prevé un incremento del déficit al 2,2% del PIB con el fin de evitar una contracción fiscal en las primeras etapas de la recuperación. En esa cifra figura el costo de las medidas para estimular la inversión, algún desembolso adicional de los

programas de empleo público temporal, y otro gasto social encaminado a mitigar los inconvenientes económicos de los grupos más vulnerables. Con todo, se espera que el gasto primario federal disminuya en 2001 en un 0,5% del PIB respecto del nivel del año anterior, y que el excedente primario aumente al 1,7% del PIB (desde un 1% en 2000). El déficit general quedará eliminado en 2005, y la consolidación fiscal se extenderá a los gobiernos provinciales. Está previsto que la proporción de la deuda pública respecto del PIB disminuya a partir de 2003. Esto supone una congelación del gasto federal nominal distinto de los intereses al nivel de 2000 y también del gasto de aquellos gobiernos provinciales que son deficitarios. Además, la condicionalidad del FMI requiere reformas en la administración tributaria, la seguridad social, la política industrial y de la competencia, la política comercial, el sector financiero y la gestión empresarial.

Como consecuencia de la ejecución de las nuevas medidas, que coincidió con una caída de los tipos de interés en los Estados Unidos y una depreciación del dólar, los precios de las acciones se recuperaron y la Argentina ha podido conseguir fondos nuevos en el mercado internacional⁴. Las actuales condiciones mundiales podrían permitir que el país saliera del círculo vicioso en el que la necesidad de incrementar el excedente exterior exige salarios y precios más bajos, reduciendo así lo que se recauda por impuestos y menoscabando el objetivo de un saldo fiscal inferior. Los tipos de interés más bajos deberían permitir que los costos por intereses de la deuda – y con ello el déficit fiscal – se redujeran sin reducir el gasto, mientras que un dólar más barato ayudaría a impulsar las exportaciones sin tener que disminuir salarios y precios.

No obstante, como existe una deuda pendiente de 120.000 millones de dólares, que equivale al 350% de los ingresos anuales de exportación del país, y como dos tercios de las entradas de divisas quedan absorbidos por el servicio de la deuda, no habría que subestimar los riesgos de desaceleración, especialmente si disminuye la confianza de los inversores en los mercados emergentes.

¹ La cifra se refiere a las reservas del Banco Central más los depósitos del sistema financiero en el extranjero.

² Existen acuerdos de recompra que el Banco Central usa para facilitar liquidez al sistema bancario, ya que en virtud de la Ley de Convertibilidad no puede redescantar efectos bancarios comerciales.

³ La Argentina recibió alrededor de 3.000 millones de dólares inmediatamente, con tres entregas más de unos 1.300 millones de dólares cada una programadas para el resto de 2001 después de un proceso de exámenes continuos. En 2002 dispondrá de unos 4.000 millones de dólares y en 2003 de 1.000 millones.

⁴ En febrero de 2001 el Gobierno lanzó una emisión de 500 millones de eurobonos con un vencimiento de seis años y un tipo de interés de 10%, que representaba un diferencial de 550 puntos básicos respecto de las emisiones públicas alemanas y francesas. También hizo una permuta de 3.000 millones de dólares al canjear deuda a corto plazo por pagarés nuevos del tesoro a cinco años y emitió un nuevo bono global a 11 años, con otro anunciado para antes de finales del primer trimestre.

macroeconómicas menos favorables, también reflejaron un reciente fortalecimiento de los vínculos entre los precios de las acciones en los mercados emergentes y esos precios en los principales países desarrollados. Esto se hizo patente, por ejemplo, en las mayores correlaciones diarias entre los índices de los mercados emergentes y el índice NASDAQ (véanse IIF, 2001; Mathieson, Schinasi et al., 2000, recuadro 3.3). En parte, se trata de una respuesta a la creciente importancia en los mercados bursátiles emergentes de las empresas que pertenecen al sector de la tecnología, los medios de información y las telecomunicaciones: desde finales de 1995 a finales de 2000 la participación en los índices de las acciones de esas empresas aumentó de 18% a 32% en América

Latina, y de menos de 15% a más de 23% en Asia⁸. Pero la correlación también se debe a una tendencia cada vez mayor de los inversores internacionales a considerar las acciones de los mercados emergentes de un modo más parecido a las de los segmentos de alto riesgo de los mercados de los países desarrollados.

En las economías de los mercados emergentes asiáticos ha habido en general pocos cambios en las condiciones monetarias (véase el gráfico 2.4 para algunos países). Las excepciones principales fueron Indonesia, donde las condiciones se endurecieron ligeramente a lo largo del año 2000, y Filipinas, donde se endurecieron en el último trimestre, en parte como respuesta a la incertidumbre política. Varios

Recuadro 2.2

ESTABILIZACIÓN Y CRISIS EN TURQUÍA

La reciente crisis turca presenta varios rasgos que comparten las economías emergentes de mercado que emprenden programas de estabilización basados en el tipo de cambio. Tales programas se caracterizan por usar este último como ancla para las expectativas inflacionarias, recurriendo a menudo a las entradas de capital atraídas por las oportunidades de arbitraje para financiar los crecientes déficit externos, con la consiguiente apreciación de la moneda. El incremento subsiguiente de la vulnerabilidad financiera exterior acaba suscitando unas salidas rápidas de capital, que provocan movimientos excesivos del tipo de cambio en dirección opuesta o subidas en las tasas de interés o ambas cosas a la vez. Mediante ese ciclo financiero de auge y contracción, algunos países (como México y Brasil) han logrado superar la inestabilidad crónica de los precios y evitar el retorno de una rápida inflación, a pesar del desplome de sus monedas y el ajuste exterior producido inevitablemente por la crisis. El programa turco inicialmente siguió una vía similar, pero tropezó con dificultades en una etapa mucho más temprana del proceso de desinflación, haciendo que se abandonara la paridad de la moneda y arrojando dudas sobre las posibilidades de éxito. Las dificultades se debieron en buena parte a que el programa se lanzó cuando había problemas y fragilidades estructurales en muchos y diferentes frentes, concretamente en la hacienda pública y el sector bancario.

Como consecuencia de la inflación crónica desde mediados del decenio de 1980 y que era en promedio del 70% anual, el Gobierno emprendió un programa de estabilización en diciembre de 1999 respaldado por un crédito de derecho de giro del FMI, con la finalidad de reducir la tasa de inflación al 25% a finales del año 2000 y al nivel de un solo dígito a finales del año 2002. El programa se adoptó después de un pobre desempeño económico en 1999, cuando el PNB bajó 6%, en parte por los devastadores seísmos y las consecuencias de la crisis rusa. Asimismo, se registraron cuantiosos déficit en el sector público (con un déficit operacional del 14% del PNB en las cuentas públicas consolidadas), sobre todo en razón de unos pagos cada vez mayores por los intereses de la deuda del Gobierno y las pérdidas de las empresas públicas. El sector bancario era también sumamente frágil y dependía mucho de las ganancias que obtenía en las letras T de alto rendimiento asociadas a la alta inflación. En consecuencia, los mercados financieros eran muy vulnerables a la desinflación y, por ello, surgió una contradicción en la política económica, ya que gran parte del ajuste fiscal se quería obtener con el descenso de los mismos tipos de interés nominales y reales de los que gran número de bancos dependía para su viabilidad. En cambio, la cuenta exterior se hallaba casi equilibrada. El Banco Central de Turquía estaba efectivamente siguiendo una política de tipo de cambio ajustable de la moneda encaminado a prevenir una apreciación real grande de la libra.

El programa de estabilización se basó en una paridad móvil de la moneda anunciada de antemano. Los objetivos cambiarios se fijaron en términos de una cesta constituida por el dólar y el euro, con mayor peso del primero. Se decidió que el valor de la cesta en libras aumentase 20% en el año 2000 en su conjunto (porcentaje igual al objetivo establecido para la inflación de los precios al por mayor), con tasas mensuales descendentes. Se fijó julio de 2001 como la fecha de salida de la paridad móvil y de su sustitución por tipos más flexibles dentro de una banda. El programa también establecía una “junta cuasi monetaria” (con lo que se excluía que se fabricaran billetes contra activos internos), así como metas para los excedentes presupuestarios primarios. Como el Banco Central se comprometió a no proceder a una esterilización, el equilibrio macroeconómico tuvo que lograrse mediante cambios en los tipos de interés: si las entradas de capital se quedaban a la zaga del déficit por cuenta corriente, tendría que retirarse liquidez de la economía y los tipos de interés subirían, restableciéndose así el equilibrio exterior al atraerse más capital, por un lado, y al restringirse la demanda interna y las importaciones, por el otro.

En la práctica, durante los primeros 11 meses se alcanzaron los objetivos establecidos para el tipo de cambio nominal, los activos internos netos y los déficit presupuestarios primarios, pero los precios se mostraron más resistentes de lo esperado; la inflación anual sólo había descendido a alrededor del 40% a finales de 2000, desde un promedio de 65% en 1999. La consiguiente apreciación real de la moneda se vio agravada por el alza del dólar frente al euro. Los tipos de interés cayeron bastante más aprisa que la tasa de inflación, aun cuando eran sumamente volátiles: las tasas anualizadas de las letras T a tres meses fueron por término medio inferiores al 40% en enero-noviembre de 2000, frente a más del 100% en 1999. A pesar del endurecimiento fiscal, la economía registró una acusada recuperación, creciendo más del 6% en el año 2000 en su conjunto. Junto con la apreciación de la moneda y el aumento del costo de las importaciones de petróleo, tal cosa hizo que se duplicara el déficit comercial hasta unos 20.000 millones de dólares estimados e impulsó el déficit por cuenta corriente a una cifra sin precedentes del 5% del PNB.

Incluso aunque los tipos de interés reales bajaron mucho durante el año, hubo bastantes oportunidades de arbitraje para el capital extranjero, ya que la depreciación nominal de la moneda quedó muy por detrás de los diferenciales respecto de los tipos de interés en el extranjero. En consecuencia, hasta que se desencadenó

la crisis en noviembre, las entradas de capital privado y el cuantioso endeudamiento en el exterior del Tesoro fueron más que suficientes para enjugar el creciente déficit por cuenta corriente, lo que se tradujo en un aumento de las reservas y una expansión de la liquidez interna. Esto último, juntamente con el hecho de que el Gobierno pasara de endeudarse en el país a hacerlo en mercados internacionales, ayudó a que bajaran los tipos de interés, respaldando así a la demanda agregada.

Como en casi todas las crisis de los mercados emergentes, es difícil identificar una única causa del colapso de la confianza y del abandono de los activos internos que se produjeron en noviembre de 2000. Probablemente, entre los factores más importantes figuraron los siguientes: los decepcionantes resultados de la inflación de octubre; los inesperadamente elevados déficit comerciales mensuales; las dificultades políticas con que tropezó la privatización; el empeoramiento de las relaciones con la UE; la situación económica en la Argentina; y la divulgación de irregularidades en el sistema bancario y una investigación judicial en varios bancos de los que se había hecho cargo el Fondo de Garantía de Depósitos. También puede haber habido un afán de liquidez debido a maniobras competitivas entre algunos bancos privados. Sin embargo, al margen de todo esto, el programa había tropezado claramente con los conocidos problemas de una estabilización basada en los tipos de cambio que recurre a las corrientes de arbitraje a corto plazo. Cuando la confianza se erosionó, los acreedores extranjeros rehusaron renovar sus contratos con los bancos locales. Por su parte, los bancos vendieron libras en un esfuerzo para reducir sus posiciones abiertas en divisas de finales de año. La huida respecto de la libra creó dificultades a los bancos que se basaban en fondos extranjeros y condujeron a una contracción de la liquidez y a una subida de los tipos de interés que mermó las reservas internacionales. Los bancos que tenían carteras abultadas de letras del tesoro, con fondos obtenidos en los mercados a corto plazo, sufrieron grandes pérdidas y tuvieron que acudir al mercado interbancario, deshaciéndose al mismo tiempo de grandes cantidades de efectos públicos. A los pocos días, las cotizaciones bursátiles se vinieron abajo y los tipos interbancarios alcanzaron niveles de tres dígitos. El Banco Central tuvo que hacer frente al dilema clásico planteado por una pérdida de confianza en regímenes de junta monetaria: o bien defender los principios monetarios y, en definitiva, la paridad de la divisa nacional, a expensas de una crisis financiera más profunda, o actuar como prestamista de última instancia y socorrer al sistema financiero inyectando liquidez muy por encima de sus objetivos de activos internos netos. Después de alguna vacilación empezó a suministrar liquidez a los bancos con problemas. Pero esto sólo sirvió para acelerar la erosión de las reservas internacionales cuando se aceleró la venta de libras en el mercado de divisas.

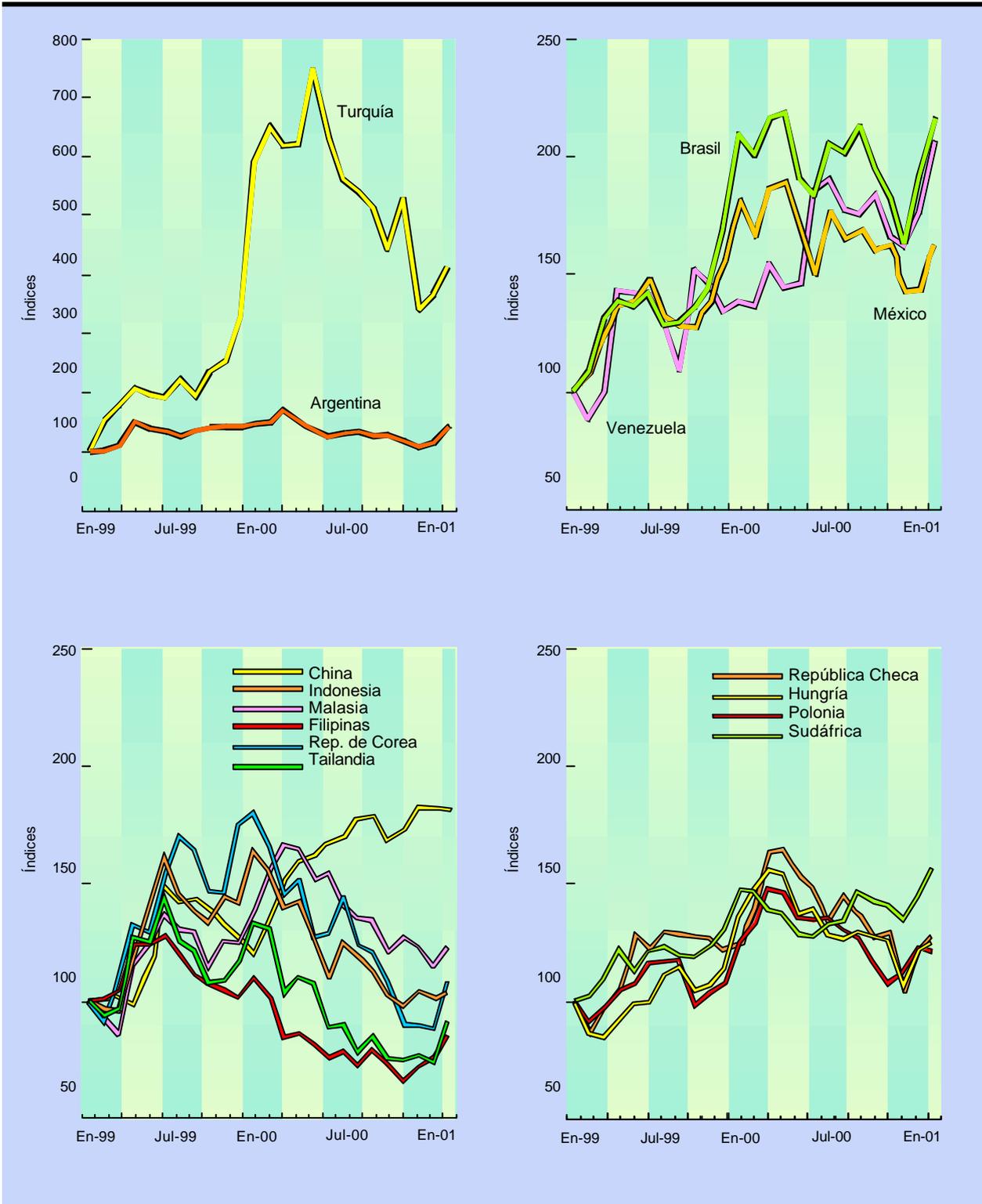
Al cabo de unos pocos días, el Banco Central cambió de política y – evidentemente después de celebrar consultas con el FMI y obtener de él compromisos - restableció el principio de la junta monetaria, con un nuevo tope a los activos internos. Como la inyección de liquidez se interrumpió y las reservas eran todavía suficientes para atender a las obligaciones externas a corto plazo, las salidas de capital se detuvieron, pero los tipos de interés se dispararon, alcanzando los tipos interbancarios niveles de cuatro dígitos. A comienzos de diciembre se llegó a un nuevo acuerdo con el FMI, que incluía un conjunto de ayudas financieras de alrededor de 10.500 millones de dólares. El Gobierno asumió nuevos compromisos, como unos mayores recortes del gasto y subidas de impuestos, desmantelando la política de ayuda a la agricultura, liberalizando mercados básicos de bienes y servicios, estructurando el sector financiero y privatizando. También amplió las garantías a los acreedores extranjeros, así como a todos los depositantes en bancos locales, con el fin de ayudar a que se restableciera la confianza en el sistema bancario.

Aunque las reservas y los tipos de interés se estabilizaron, cada vez se hizo más patente que el programa no era viable. La inflación se mantenía por encima de las tasas mensuales de depreciación respecto de la cesta de la moneda, haciendo que ésta se depreciara más y más. Los tipos de interés se mantuvieron muy altos, en cerca del 65% para las emisiones nuevas de letras del tesoro, cuando los activos en libras siguieron considerándose de alto riesgo, y la economía empezó a contraerse. La guinda la puso una escaramuza política en febrero de 2001, en el momento de escribir este informe, que provocó una salida masiva de capital, obligando al Gobierno a abandonar la paridad de la moneda y a dejarla flotar, una vez más con el respaldo de las instituciones de Bretton Woods. En unos pocos días la moneda perdió alrededor de un tercio de su valor frente al dólar y los tipos interbancarios alcanzaron cifras de cuatro dígitos.

El Gobierno declaró su intención de seguir aplicando el programa de estabilización, con el objetivo directo de frenar la tasa de inflación. Esto significaría en la práctica volver a la política tradicional de estabilización, cuyo éxito depende en buena parte de un enfriamiento macroeconómico. La combinación de un endurecimiento fiscal, unas subidas de los tipos de interés y el desplome de la moneda podrían sumir a la economía en una profunda recesión, como ya ocurrió en la República de Corea. Sin embargo, la carga que recae sobre los pobres puede resultar políticamente inaceptable, sobre todo al sumarse a una distribución del ingreso sumamente desigual y a unos niveles de vida que descienden. Si la inflación no se reduce rápidamente y si el crecimiento no se restablece con la ayuda de las exportaciones y la asistencia oficial, resultará muy difícil persistir con las políticas macroeconómicas restrictivas. En esas circunstancias, la inflación puede volver con mayor fuerza.

ÍNDICES DE LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES EN ALGUNAS ECONOMÍAS EMERGENTES DE MERCADO, ENERO DE 1999 A ENERO DE 2001

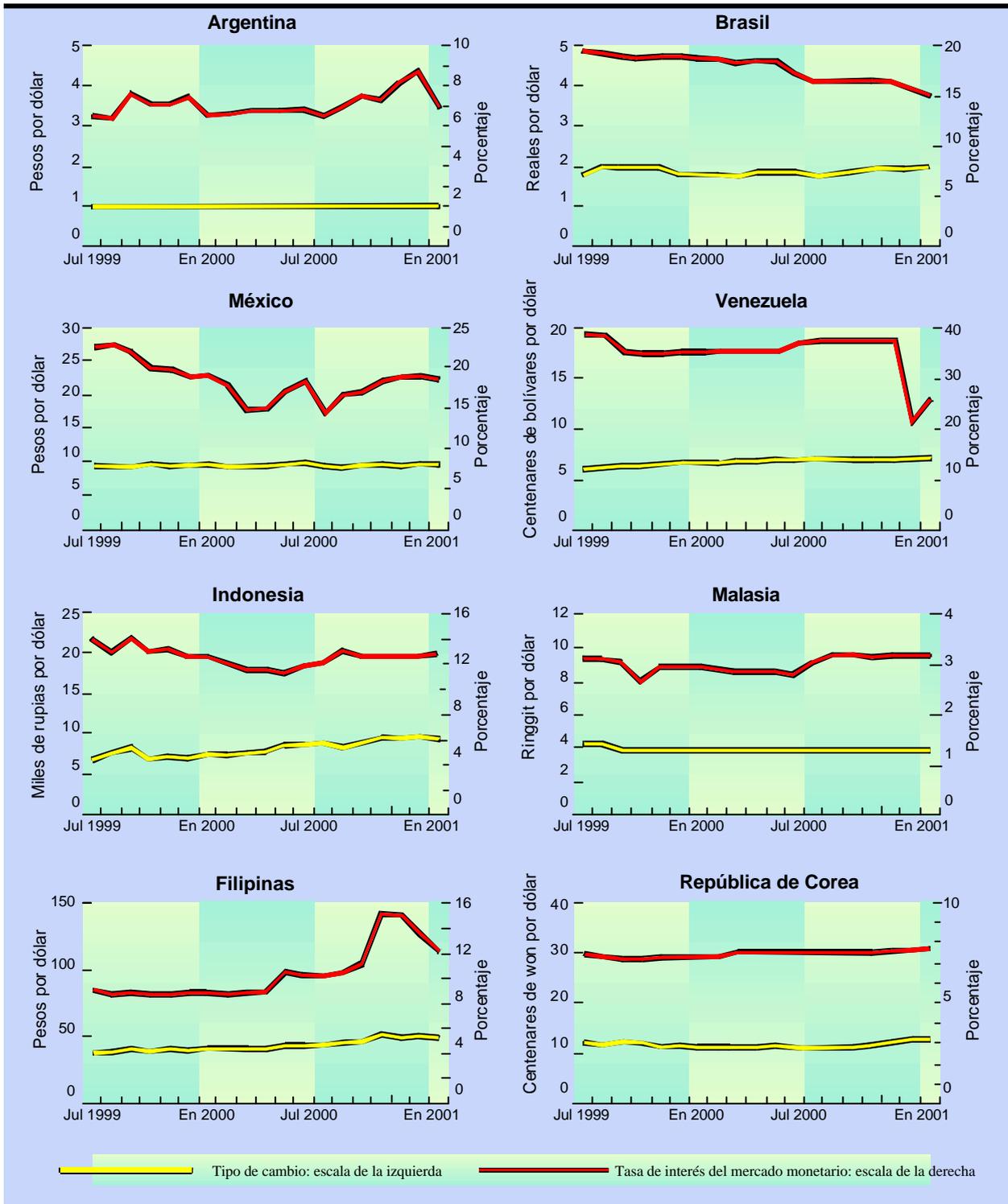
(Enero 1999= 100; precios medidos en moneda local)



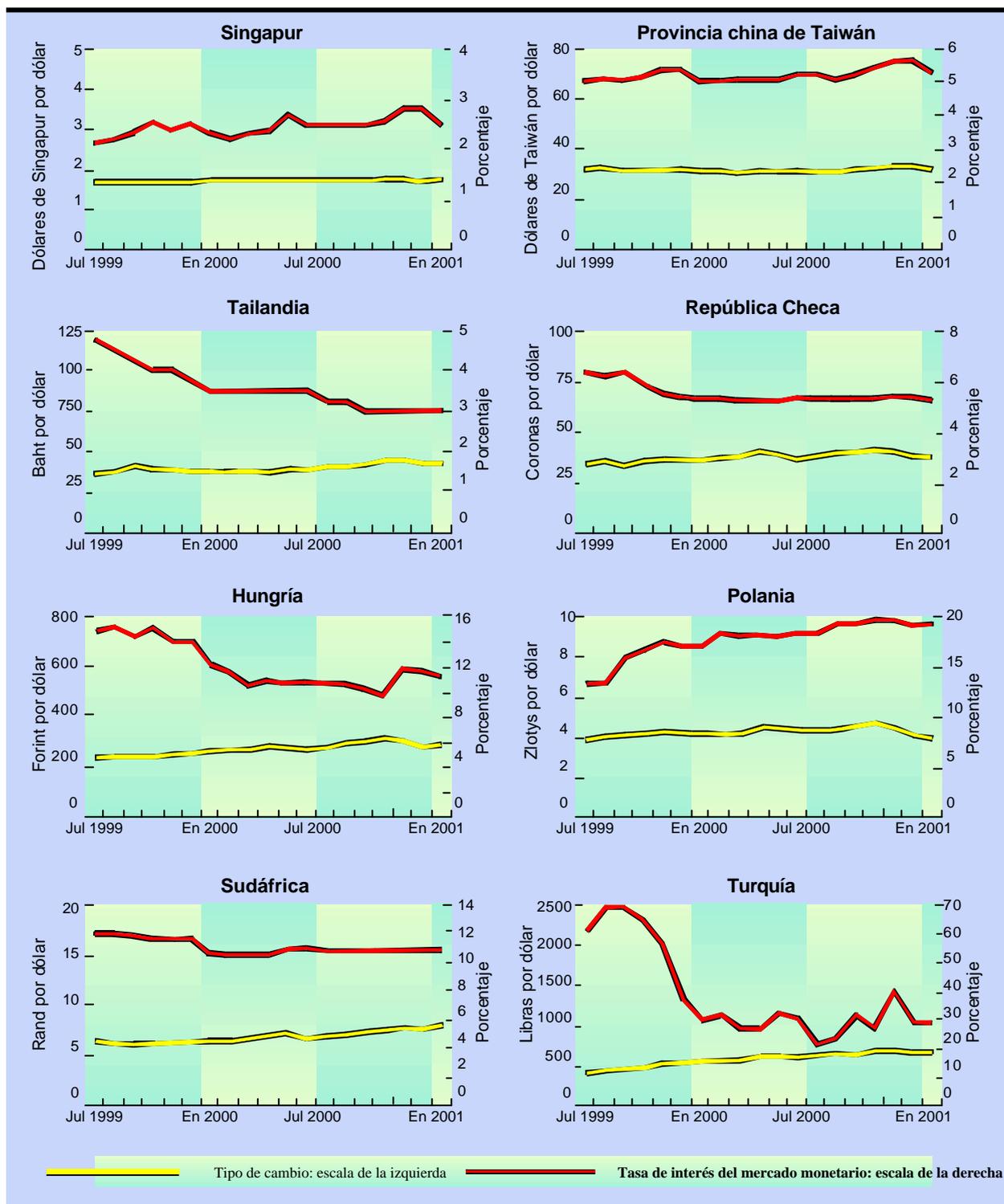
Fuente: Primark Datastream

Gráfico 2.4

TIPOS DE CAMBIO Y TASAS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO EN ALGUNAS ECONOMÍAS EMERGENTES DE MERCADO, JULIO DE 1999 A ENERO DE 2001



TIPOS DE CAMBIO Y TASAS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO EN ALGUNAS ECONOMÍAS EMERGENTES DE MERCADO, JULIO DE 1999 A ENERO DE 2001



Fuente: Primark Datastream; JP Morgan, *Global Data Watch*, varios números.

Nota: Argentina, Brasil, México, Filipinas, Indonesia, Malasia, Provincia china de Taiwán, República de Corea, Singapur, Tailandia, Hungría, Polonia y República Checa: tasas de interés del mercado monetario nacional a tres meses o su equivalente más cercano; Venezuela: tasa media del préstamo promedio; Sudáfrica: tasa media a tres meses; Turquía: tasa de las letras del Tesoro a tres meses.

países de la región registraron depreciaciones monetarias en 2000: esas depreciaciones variaron desde movimientos menores (Singapur y Provincia china de Taiwán) a descensos relativamente grandes (15% en Tailandia, 24% en Filipinas, y 38% en Indonesia). Los movimientos de los tipos de cambio efectivos reales fueron más pequeños, y los índices de la gran mayoría de los países asiáticos con mercados emergentes se mantienen por debajo de su nivel de principios de 1997⁹.

En los mercados emergentes latinoamericanos las condiciones monetarias estuvieron sometidas a variaciones mayores. El gran endurecimiento en la Argentina en respuesta a su crisis financiera se describe en el recuadro 2.1. Otros países (Brasil, Chile, Colombia y México) han adoptado objetivos de inflación como un elemento principal a la hora de determinar su política monetaria (JP Morgan, 2000b: 19-22), aunque la definición de las metas fijadas varía y, con ello, la relación entre medidas monetarias y tasa de inflación vigente. En el Brasil y Chile las condiciones monetarias tendieron a suavizarse en 2000, mientras en Colombia un endurecimiento gradual fue seguido de una estabilización, y en México los tipos de interés a corto plazo fluctuaron mucho (gráfico 2.4). En Venezuela los tipos de interés oscilaron durante buena parte del año y después disminuyeron, y en el Perú la dirección general fue también hacia una mayor suavidad, aunque ese movimiento estuvo sujeto a interrupciones debidas, entre otras cosas, a la intranquilidad política registrada en el tercer trimestre. Los tipos de cambio al contado de los

países latinoamericanos con mercados emergentes se mantuvieron por lo general bastante estables, con pequeñas depreciaciones en el Brasil y Chile y una mayor en Colombia. Los movimientos de los tipos de cambio efectivos reales fueron más pronunciados, generalmente para apreciarse. Desde 1997, la competitividad relativa medida por este indicador ha mejorado algo en el Brasil y el Perú, aunque disminuyó en la Argentina, Chile y México.

Turquía se vio afectada por una crisis financiera en el último trimestre de 2000, cuando la confianza de los acreedores no acompañó a un programa de estabilización basado en el tipo de cambio que dependía mucho de las entradas de capital (recuadro 2.2). En otras economías emergentes de mercado, los tipos de cambio y las tasas de interés registraron en su mayoría sólo pequeños movimientos (gráfico 2.4). La principal excepción fue Sudáfrica, donde el tipo de cambio fue objeto de ataques a finales de 2000, un año en el que el rand se depreció más del 20%. En Hungría, las condiciones monetarias se restringieron a finales de 2000, y en Polonia la política monetaria se suavizó a finales de año después de un endurecimiento anterior, mientras que las condiciones cambiaron poco en la República Checa. Las monedas de estos tres últimos países se depreciaron ligeramente durante parte del año pero se reforzaron después. Sus tipos de cambio efectivos reales se apreciaron, con un aumento en Polonia de más del 10%. Los movimientos a más largo plazo también han tendido hacia la apreciación desde 1997, aunque en Hungría el cambio fue mínimo.

E. Las corrientes de capital privado a las economías emergentes de mercado

La incertidumbre que acompañaba a las previsiones de principios del año 2000 sobre las corrientes de capital privado a los mercados emergentes resultó justificada: durante la segunda parte del año hubo sustanciales revisiones a la baja tanto en las estimaciones provisionales de esa financiación como en las previsiones nuevas. Las cifras provisionales para el año 2000 todavía señalan o bien pocos cambios o bien una caída respecto de los niveles de 1999. Las perspectivas para el año 2001

vuelven a ser muy inciertas, en parte por la dificultad de prever el impacto sobre las corrientes financieras del crecimiento económico más lento de los principales países industriales, en particular los Estados Unidos (véase la sección A del capítulo I), y en parte por el conocimiento de que los vínculos y las líneas de falla de la nueva red mundial de mercados financieros no se comprenden totalmente y son así difíciles de identificar con antelación.

1. Los hechos del año 2000

De las dos series de estimaciones del cuadro 2.6, una muestra un pequeño aumento de la financiación exterior privada neta de las economías en desarrollo y en transición y la otra un pronunciado descenso¹⁰. Como ambas son provisionales, todavía están sujetas a posibles revisiones sustanciales. No obstante, son indicativas de la continua insuficiencia de esa financiación en comparación con los niveles logrados en 1996-1997. Los totales reflejan considerables divergencias regionales. Las estimaciones del FMI muestran notables declives en Asia, el Oriente Medio y Europa, una ligera recuperación en América Latina y pocos cambios en África. Si se tiene en cuenta el efecto de las salidas debidas a préstamos netos de residentes y algunos otros ajustes de las corrientes privadas netas estimadas, la pauta regional para el año 2000 que presentan las cifras del IIF no es diferente, con alguna recuperación en América Latina, poco cambio en África, un descenso en Europa y una continuación de las salidas netas en Asia.

Uno de los principales factores del declive de las corrientes financieras privadas netas a las economías en desarrollo y en transición desde 1997 ha sido la contracción de los préstamos bancarios. Desde 1998, los reembolsos a los bancos han tendido a superar los préstamos nuevos, y el crédito total de los bancos de la zona que declara al BPI a esas economías ha disminuido en más de 150.000 millones de dólares desde 1997 (cuadro 2.7). La disminución de los préstamos de dichos bancos se frenó en los dos primeros trimestres de 2000. Esto reflejó principalmente lo ocurrido en el Asia oriental y meridional, a cuyos reembolsos netos se debe en su mayor parte el descenso de los préstamos totales netos a las economías en desarrollo y en transición en 1999.

En otras partes, varió lo ocurrido en el primer semestre del año 2000. La disminución de los créditos de los bancos a Europa oriental se vio muy influida por las cifras de la Federación de Rusia. En América Latina, gran parte del aumento se debió a los préstamos a México, muchos de los cuales guardaron relación con la financiación de las compras por bancos españoles de entidades financieras mexicanas (BPI, 2000a: 19). El crecimiento de los créditos a África de los bancos de la zona declarante al BPI se vio relativamente poco afectado por las crisis financieras del decenio de 1990. Aunque los préstamos a ciertos países como Egipto, Marruecos y Túnez han aumentado de manera apreciable en los últimos años, el endeudamiento total de la región sigue siendo relativamente pequeño.

Las recientes crisis financieras han ido seguidas de una ampliación del perfil de los vencimientos de

los préstamos bancarios pendientes en los países afectados. Así, en Filipinas, Indonesia, Malasia, la República de Corea y Tailandia, la proporción de esos préstamos con un vencimiento residual de un año o menos disminuyó desde más de 65% a finales de 1993 a alrededor de 50% a finales de 1998¹¹. Desde entonces, los movimientos han sido menos pronunciados, aunque ha habido un continuo descenso de la proporción de los préstamos con vencimientos cortos en el caso de Filipinas y un aumento en el de la República de Corea (donde gran parte del mismo se debió a menos deuda con vencimiento a más largo plazo más bien que a un endeudamiento nuevo a plazo corto). En la Federación de Rusia, los préstamos con un vencimiento residual de hasta un año disminuyeron (en parte como consecuencia de una labor de reestructuración) desde 46% a mediados de 1998 a 26% a mediados de 2000, y en el Brasil se redujeron de 63% a 54% durante el mismo período. En otras partes, el grado de concentración de la deuda bancaria con vencimientos cortos ha variado entre países y regiones, siendo, por ejemplo, la proporción de esos vencimientos en los países de África y el Asia occidental de alrededor de 55% y en los países de Europa oriental tan solo de 40%.

Los prestatarios latinoamericanos fueron una vez más los emisores más importantes de bonos internacionales y de otros títulos de deuda, representando más del 50% de las emisiones netas totales en los tres primeros trimestres de 2000 (cuadro 2.8). Durante el año varios de esos prestatarios también canjearon bonos Brady por eurobonos a tipos de interés más bajos y con vencimientos más largos¹². Las cifras preliminares indican un descenso de las emisiones en el cuarto trimestre de 2000 (lo que refleja, entre otras cosas, la ausencia en el mercado de la Argentina y Turquía, emisores sustanciales en trimestres anteriores), y una recuperación a principios de 2001 (al igual que en 2000, impulsada sobre todo por prestatarios latinoamericanos). Las emisiones vigentes en países en desarrollo de títulos de deuda siguen muy concentradas en un restringido grupo y suponen menos de la mitad de los préstamos a ese grupo de los bancos de la zona declarante al BPI (con una cifra similar en magnitud a la de los préstamos bancarios pendientes con un vencimiento residual de hasta un año).

Los márgenes de los bonos internacionales de economías emergentes de mercado (gráfico 2.5) registraron muchas variaciones de unos países a otros hasta octubre, cuando hubo incrementos generalizados con la llegada de condiciones más difíciles en los mercados financieros, siendo los aumentos más pronunciados en Argentina, Brasil, Filipinas y Turquía. Los diferenciales luego se estabilizaron o bajaron ligeramente hacia finales de

Cuadro 2.6

**CORRIENTES NETAS DE CAPITAL A LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN,
1997-2000: ESTIMACIONES DEL INSTITUTE FOR INTERNATIONAL FINANCE Y DEL FMI**

(Miles de millones de dólares)

<i>Tipo de corriente/región</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>
<i>Estimaciones del Institute for International</i>				
Entradas netas de capital privado				
Total	269	139	148	154
<i>por categorías:</i>				
<i>Acreeedores privados</i>				
Bancos comerciales	44	-54	-43	-16
Acreeedores privados no bancarios	84	59	28	20
<i>Inversión en acciones y obligaciones</i>				
Inversión directa	116	119	146	128
Inversión en cartera	25	15	18	22
<i>por región:</i>				
África/ Oriente Medio	15	6	10	7
Asia/Pacífico	73	-1	31	49
Europa	74	56	36	30
América Latina	107	99	71	68
<i>Pro memoria:</i>				
Préstamos y otros flujos de residentes, netos ^a				
Total	-197	-147	-125	-127
África/Oriente Medio	-4	1	-5	-6
Asia/Pacífico	-105	-73	-60	-73
Europa	-56	-26	-25	-27
América Latina	-33	-49	-36	-20
<i>Estimaciones del Fondo Monetario Internacional</i>				
Entradas netas de capital privado				
Total	115	66	67	36
Inversión directa neta	141	152	155	142
Inversión en cartera neta	39	0	5	17
Otras corrientes netas ^b	-66	-86	-92	-123
África	12	7	10	9
Inversión directa neta	8	7	9	8
Inversión en cartera neta	7	7	9	5
Otras corrientes netas ^b	-3	-6	-7	-4
Asia	7	-41	2	-18
Inversión directa neta	55	60	54	48
Inversión en cartera neta	8	-15	4	5
Otras corrientes netas ^b	-57	-85	-56	-71
Oriente Medio y Europa	23	10	1	-18
Inversión directa neta	7	8	5	8
Inversión en cartera neta	-6	-17	-10	-7
Otras corrientes netas ^b	21	19	6	-20
Hemisferio occidental	68	62	40	48
Inversión directa neta	53	57	65	57
Inversión en cartera neta	19	20	9	6
Otras corrientes netas ^b	-5	-15	-34	-15
Economías en transición	6	28	13	16
Inversión directa neta	17	20	21	22
Inversión en cartera neta	11	6	-7	8
Otras corrientes netas ^b	-22	2	0	-14

Fuente: IIF (2001); FMI (2000a).

^a Para una explicación de este término, véase la nota 16.

^b En otras corrientes netas figura la inversión neta a largo plazo, incluido el endeudamiento oficial y privado.

Cuadro 2.7

**ACTIVOS EXTERIORES DE LOS BANCOS DE LA ZONA DECLARANTE DEL BPI ^a
EN LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN, 1997-2000**

	1997	1998	1999	2000 ^b	Activos acumulados (finales de junio de 2000) [Miles de millones de dólares]
	(Incremento porcentual ^c)				
Total ^d	8,6	-7,7	-8,5	0,4	884
<i>del cual en:</i>					
América Latina	11,3	-2,8	-5,6	2,7	288
África	19,6	0,3	0,8	-0,9	43
Asia occidental	16,5	18,0	1,4	-0,2	78
Asia oriental y meridional	1,1	-21,7	-17,1	-1,5	305
Asia central	35,5	17,6	26,9	-2,1	3
Europa oriental	19,4	-0,4	-1,5	-4,4	95
Otros países de Europa ^e	27,1	9,4	15,6	11,1	54
Todos los prestatarios ^f	15,4	3,0	2,5	5,8	10 252

Fuente: BPI, *International Banking and Financial Market Developments*, varios números.

^a Incluidas ciertas filiales de bancos estadounidenses en centros bancarios transnacionales.

^b Primeros dos trimestres.

^c Cifras basadas en datos de finales del período, una vez ajustadas para tener en cuenta las fluctuaciones de los tipos de cambio.

^d Excluidos los centros bancarios transnacionales, esto es: en América Latina: Antillas Neerlandesas, Bahamas, Barbados, Bermudas, Islas Caimán y Panamá; en África: Liberia; en Asia occidental: Bahrein y Líbano; y en Asia sudoriental: Hong Kong (China), Singapur y Vanuatu, pero incluidas cantidades residuales que no pueden atribuirse a países.

^e Malta, Bosnia y Herzegovina, Croacia, Eslovenia, la ex República Yugoslava de Macedonia y Yugoslavia.

^f Incluidas las instituciones multilaterales.

año, en parte probablemente como respuesta a las medidas conjuntas de respaldo financiero internacional a la Argentina y Turquía.

Después de un período de relativa brillantez con posterioridad a las crisis financieras de finales del decenio de 1990, las corrientes netas de inversión extranjera directa (IED) a economías en desarrollo y en transición disminuyeron en el año 2000. Pero la mayor parte de la contracción correspondió a un limitado número de receptores; en algunos países asiáticos el aumento de la IED que siguió a la crisis financiera de la región puede haber agotado casi todo su impulso, y las cifras de la República de Corea se redujeron por un incremento de la IED de ese país en el exterior; por lo que atañe a la Argentina, hubo un descenso respecto del alto nivel registrado el año anterior por los ingresos de un solo proyecto de privatización (el conglomerado petrolero YPF; *TDR 2000*, cap. III. secc. E.1). Las corrientes de IED al Brasil siguieron altas, con una magnitud, según las estimaciones preliminares, similar al déficit del país en cuenta corriente.

Los flujos de capital a las economías en desarrollo y en transición para adquirir valores del

sector privado pueden revestir dos formas: emisiones internacionales de acciones e inversión extranjera en los mercados bursátiles locales. Las sumas allegadas del primer modo ascendieron a más de 32.000 millones de dólares en los tres primeros trimestres del año 2000, correspondiendo un poco más del 50% de esa cifra a emisores del Asia oriental y meridional (BPI, 2000a, cuadro 18). Todavía no se dispone de cifras separadas para la inversión exterior en los mercados locales de acciones en 2000, pero las estimaciones provisionales del IIF para todas las formas de inversión extranjera en cartera quedan muy por debajo de las que se han dado antes para las emisiones internacionales tan solo en los tres primeros trimestres, lo que indica probablemente una desinversión extranjera neta sustancial en los mercados bursátiles locales. Es probable que buena parte de esa desinversión se haya producido en el segundo semestre del año en respuesta a las caídas generalizadas de las cotizaciones descritas en la sección anterior. A decir verdad, aquí hubo probablemente una conexión en ambos sentidos entre esas caídas y la desinversión exterior, cada cosa reforzando a la otra.

2. Perspectivas

Las perspectivas de las corrientes financieras privadas a las economías en desarrollo y en transición siguen inciertas. Algunos insisten en que las economías emergentes de mercado en cuanto grupo ahora son menos susceptibles a las perturbaciones financieras en razón de rasgos tales como una dependencia menor de la deuda a corto plazo con los bancos y unos regímenes cambiarios más flexibles. Pero como la experiencia de la Argentina y Turquía durante el pasado año ha mostrado, la menor vulnerabilidad del grupo no implica necesariamente que un país en concreto esté inoculado frente a la posibilidad de tener serios problemas en su balanza de pagos. Además, el acceso de esas economías a la financiación exterior privada sigue vinculado, por conducto de diversos canales, a las condiciones mundiales. Algunos de esos canales entrañan conexiones tradicionales entre el acceso a la financiación y las perspectivas del crecimiento económico mundial, el comercio y la relación de intercambio¹³. En otros desempeñan un papel prominente los impulsos entre diferentes mercados financieros, que son muy difíciles de prever por lo general: entre ellos figuran los efectos de contagio entre los propios mercados emergentes así como influencias desestabilizadoras transmitidas por los mercados del Norte a los del Sur.

Las relaciones entre las economías en desarrollo y en transición, por un lado, y los países industriales, por el otro, están sujetas a cambios como consecuencia de diversos procesos asociados a la mayor integración financiera. En la sección anterior

se hizo referencia al reciente fortalecimiento de los vínculos entre los precios de las acciones en las economías emergentes de mercado y esos precios en los países desarrollados. Otros cambios han apuntado hacia una mayor desvinculación. Por ejemplo, en la primera mitad del año 2000 la tendencia de los diferenciales de la deuda de los países en desarrollo era a la baja en un momento en que los márgenes de la deuda de alta rentabilidad de los prestatarios de países desarrollados denominada en dólares y euros se estaban moviendo al alza (BPI, 2000b: 5-6; IIF, 2001: 9). Además, la mayor volatilidad del índice NASDAQ en 2000 fue acompañada de un debilitamiento de su vinculación con los rendimientos de la deuda de las economías emergentes¹⁴. No obstante, grandes turbulencias en los mercados financieros de los países desarrollados pueden seguir teniendo importantes efectos de difusión en esas economías. Y la experiencia reciente indica que por causa de los métodos nuevos de gestión de riesgos, tales como las técnicas de cobertura transfronteriza, algunas de las fallas asociadas a dichos efectos son difíciles de identificar con antelación¹⁵. Así, las corrientes financieras que se dirigen a las economías en desarrollo y en transición están ahora sometidas no sólo a las influencias tradicionales derivadas de la oferta y procedentes de los países industriales, tales como las que se deben a cambios en la política monetaria y en la aversión al riesgo de inversores y prestamistas, sino también al impacto de las decisiones sobre la gestión de su cartera de las firmas financieras internacionales, que pueden tener poca conexión con los parámetros fundamentales de los países a cuyos mercados afectan.

Cuadro 2.8

EMISIÓN INTERNACIONAL DE TÍTULOS DE LA DEUDA^a POR ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN^b, 1997-2000

(Miles de millones de dólares)

	Emisiones brutas ^c				Emisiones netas			
	1997	1998	1999	2000 ^d	1997	1998	1999	2000 ^d
Total	123,6	78,3	79,2	69,8	82,1	37,4	34,1	30,8
<i>del cual en</i>								
América Latina	64,0	43,0	48,0	39,9	41,1	22,5	26,4	21,8
Asia oriental y meridional	39,8	10,8	16,7	15,2	25,4	-0,7	-1,1	1,9
Europa	11,4	20,4	10,3	11,1	11,1	15,1	6,5	4,7
Pro memoria								
Mundo	1508,6	1657,2	2305,0	993,0	560,4	681,1	1215,4	797,7

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en BPI, *International Banking and Financial Market Developments*, varios números.

^a Instrumentos de los mercados monetarios internacionales y bonos y pagarés internacionales, clasificados por residencia del emisor.

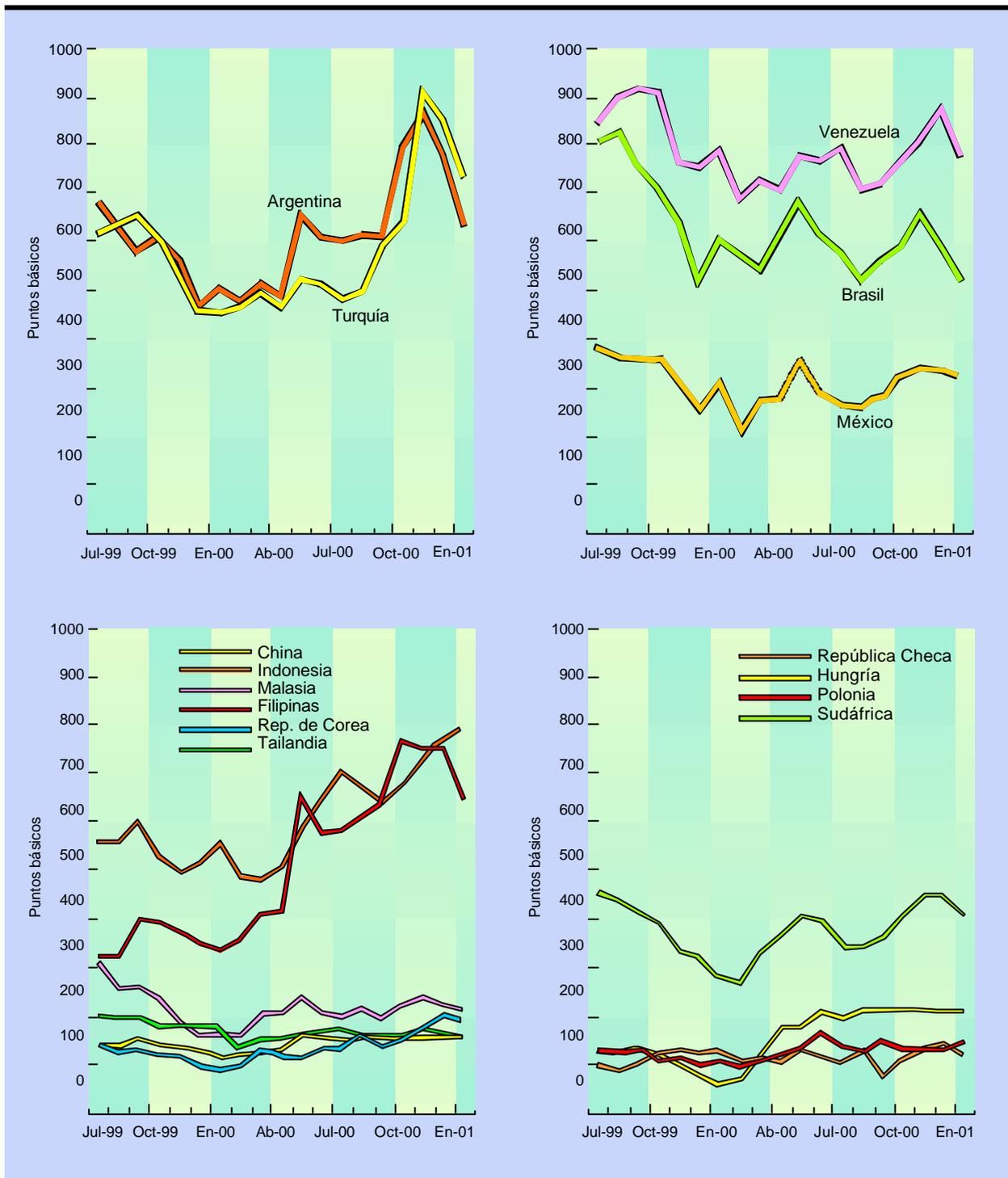
^b Distintas de los centros financieros transnacionales.

^c Las emisiones brutas comprenden la emisión bruta de instrumentos de los mercados monetarios y las emisiones anunciadas de bonos y pagarés internacionales.

^d Primeros tres trimestres.

DIFERENCIAL DE RENDIMIENTO^a DE ALGUNOS BONOS EMITIDOS INTERNACIONALMENTE POR MERCADOS EMERGENTES, ENERO DE 1999 A ENERO DE 2001

(Puntos básicos^b)



Fuente: Primark Datastream.

^a Diferencia entre el rendimiento de un bono representativo emitido por el país prestatario y el de un bono del mismo vencimiento emitido por el gobierno del país en cuya moneda esté denominado el primero.

^b Un punto básico es igual a 0,01%.

F. La financiación exterior y la deuda de los países menos adelantados

Los PMA son la principal “bolsa de pobreza” de la economía mundial. Como su ahorro interno es insuficiente para lograr un ritmo más rápido de crecimiento, esos países siguen dependiendo de las aportaciones del exterior, especialmente de los flujos oficiales de capital, para la financiación de su desarrollo. Sin embargo, las entradas agregadas netas de capital disminuyeron en el decenio de 1990, en términos tanto reales como nominales y en relación con el PIB de los países receptores (cuadro 2.9).

Habida cuenta de la debilidad de sus variables económicas fundamentales y de su perfil de alto riesgo, casi ningún PMA tiene acceso directo a los mercados internacionales de capital. Mientras que en los países en desarrollo en su conjunto, las corrientes privadas distintas de la IED representaron casi la mitad de las entradas agregadas netas de capital en el decenio de 1990, y alrededor del 2,3% de su PIB, esas entradas privadas fueron casi nulas en los PMA durante buena parte del decenio e incluso negativas en 1998 y 1999. Los flujos de IED a los PMA son también relativamente pequeños, pero en relación con el PIB han sido casi tan importantes para esos países en cuanto grupo como lo son para los demás países en desarrollo. No obstante, la IED en los PMA se ha dirigido principalmente a la extracción de minerales más bien que a las manufacturas, y se ha concentrado fundamentalmente en unos pocos países que son ricos en petróleo, gas y otros recursos naturales.

El capital oficial sigue siendo la fuente predominante de la financiación exterior de los PMA; durante más de un decenio, la parte de las corrientes oficiales en sus entradas a largo plazo se ha mantenido en torno al 88%, mientras que en los otros países en desarrollo esa parte había disminuido de manera constante a alrededor del 20% a finales del decenio de 1990 (*TDR 1999*, cuadro 5.1, y UNCTAD, 2000b: 56).

Durante ese decenio, los flujos oficiales de capital a todos los países en desarrollo disminuyeron mucho en términos tanto nominales como reales¹⁶, y a pesar de la retórica sobre el alivio de la pobreza, las donaciones de la AOD y los créditos bilaterales a los PMA, donde la incidencia de la pobreza es mayor, han disminuido también. En realidad, a diferencia de otros receptores de ayuda, los PMA no se beneficiaron de la recuperación parcial de las corrientes oficiales nominales en 1998-1999. En porcentaje del PNB de los donantes, los flujos oficiales agregados procedentes de los miembros del

Cuadro 2.9

ENTRADAS DE CAPITAL EN LOS PMA POR TIPO DE CORRIENTE, Y TRANSFERENCIAS NETAS, 1990-1999

(Porcentaje del PNB)

Tipo de corriente	1990-1997	1998	1999
Entrada neta total	10,5	7,7	7,5
Entradas oficiales	9,2	6,4	6,0
Donaciones de la AOD ^a	6,5	4,8	4,7
Crédito oficial	2,7	1,6	1,4
Bilateral	0,3	-0,1	-0,4
Multilateral	2,4	1,7	1,7
Entradas privadas	1,3	1,3	1,5
Inversión extranjera directa	1,1	1,5	1,6
Otras	0,2	-0,2	-0,1
Pagos por intereses	0,9	0,8	0,8
Repatriación de beneficios	0,6	0,5	0,6
Transferencia neta ^b	9,0	6,4	6,1

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en Banco Mundial, *Global Development Finance, 2001*, versión preliminar (CD-ROM).

^a Esta partida corresponde a “Donaciones” tal como las define el Banco Mundial en la fuente y excluye los fondos asignados mediante la cooperación técnica.

^b Entrada de capital neto menos los pagos de intereses de la deuda exterior y la repatriación de beneficios.

Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD) de la OCDE a los PMA representaron sólo el 0,05% desde 1997 hasta 1999, mucho menos que la proporción de 0,15% fijada como objetivo en la Segunda Conferencia de las Naciones Unidas sobre los Países Menos Adelantados de 1990. También es sólo la mitad de lo que era a comienzos del decenio de 1990, a pesar de los compromisos de los donantes de aumentar la asistencia a los PMA. De los miembros del CAD, sólo cinco países cumplieron en 1999 el objetivo del 0,15%: Dinamarca (0,32%), Luxemburgo (0,16%), Noruega (0,30%), Países Bajos (0,16%), y Suecia (0,17%) (OCDE, 2000b, cuadro 31).

Aparte de las insuficientes entradas de capital, especialmente de crédito a largo plazo y de donaciones, la mayoría de los PMA sigue arrastrando la carga de un serio sobreendeudamiento. En 1999, el porcentaje que suponía en esos países su deuda

exterior respecto de su PIB agregado era de 89%, y la proporción media del servicio de la deuda efectivamente pagado (distinto de los pagos programados) respecto de las exportaciones era del 15%. Bastantes países siguieron sin poder cumplir plenamente sus obligaciones, acumulando atrasos de los pagos previstos.

Habida cuenta de esa situación hay una necesidad urgente de reducir la carga de la deuda de los PMA. De las 41 naciones consideradas países pobres muy endeudados (PPME), 31 son PMA. A finales de 2000, un total de 22 países, de los que 17 son PMA africanos, había llegado al "punto de decisión" con arreglo a la Iniciativa PPME, y están habilitados para empezar a recibir un alivio provisional de la deuda por parte de los acreedores multilaterales, así como mayores condonaciones de los acreedores del Club de París. Hasta ahora Uganda es el único PMA que ha llegado al "punto de culminación" a tenor de la Iniciativa, con lo que queda facultado para disfrutar de todos los beneficios que ésta brinda. Entre tanto, 11 PMA más, que en su mayoría están afectados por conflictos, tienen una deuda cuya carga se considera insostenible según los criterios de la Iniciativa PPME, incluso después de la aplicación de mecanismos tradicionales de alivio. No obstante, con los procedimientos actuales transcurrirán varios años antes de que esos países sean capaces de cumplir las condiciones requeridas para alcanzar el punto de decisión. Además, hay varios PMA donde la deuda crea muchos problemas y que no están considerados PPME (UNCTAD, 1999, recuadro 3).

Las expectativas actuales del impacto económico de la Iniciativa PPME sobre los países que han llegado al punto de decisión son poco realistas. En primer lugar, el espacio fiscal adicional que abre la Iniciativa no es particularmente grande. Si bien la cuantía del alivio de la deuda parece apreciable si se mide como reducción del valor actual de las obligaciones futuras del servicio de la deuda, el ahorro anual de ese servicio que proporciona la asistencia PPME en cuanto tal hasta el año 2005 es modesto en casi todos los países que han alcanzado el punto de decisión. En segundo término, las previsiones a plazo mediano de una erradicación duradera del problema de la deuda suponen unas tasas de crecimiento de la economía y la exportación, sostenidas durante un largo período, a menudo bastante por encima de las logradas en el decenio de 1990, así como una intensidad descendente de las importaciones en el crecimiento. En tercer lugar, existe el riesgo de que los recursos financieros liberados por el alivio de la deuda no sean totalmente adicionales. En 14 de los 17 PMA africanos que han llegado al punto de decisión, las corrientes oficiales disminuyeron mucho entre 1996-1999. Esto sugiere que, con el suministro de la asistencia PPME, puede haber una reducción general de esas corrientes a

menos que se produzca un cambio en las actitudes oficiales; durante todo el decenio de 1990 los flujos oficiales de capital a los PMA guardaron mucha relación con su endeudamiento y con el nivel de sus pagos del servicio de la deuda (UNCTAD, 2000b: 123-6).

Asimismo, el proceso PPME se ha vuelto más complicado con la vinculación explícita del alivio de la deuda a la reducción de la pobreza, mediante los Documentos de Estrategia de Lucha contra la Pobreza. Como ha sugerido recientemente el Ministro holandés de Cooperación para el Desarrollo, si para que se apliquen con éxito esas ambiciosas estrategias contra la pobreza hace falta un alivio de la deuda mayor y más rápido, entonces quienes participan en la labor de desarrollo tendrán que estar dispuestos a facilitar financiación adicional¹⁷.

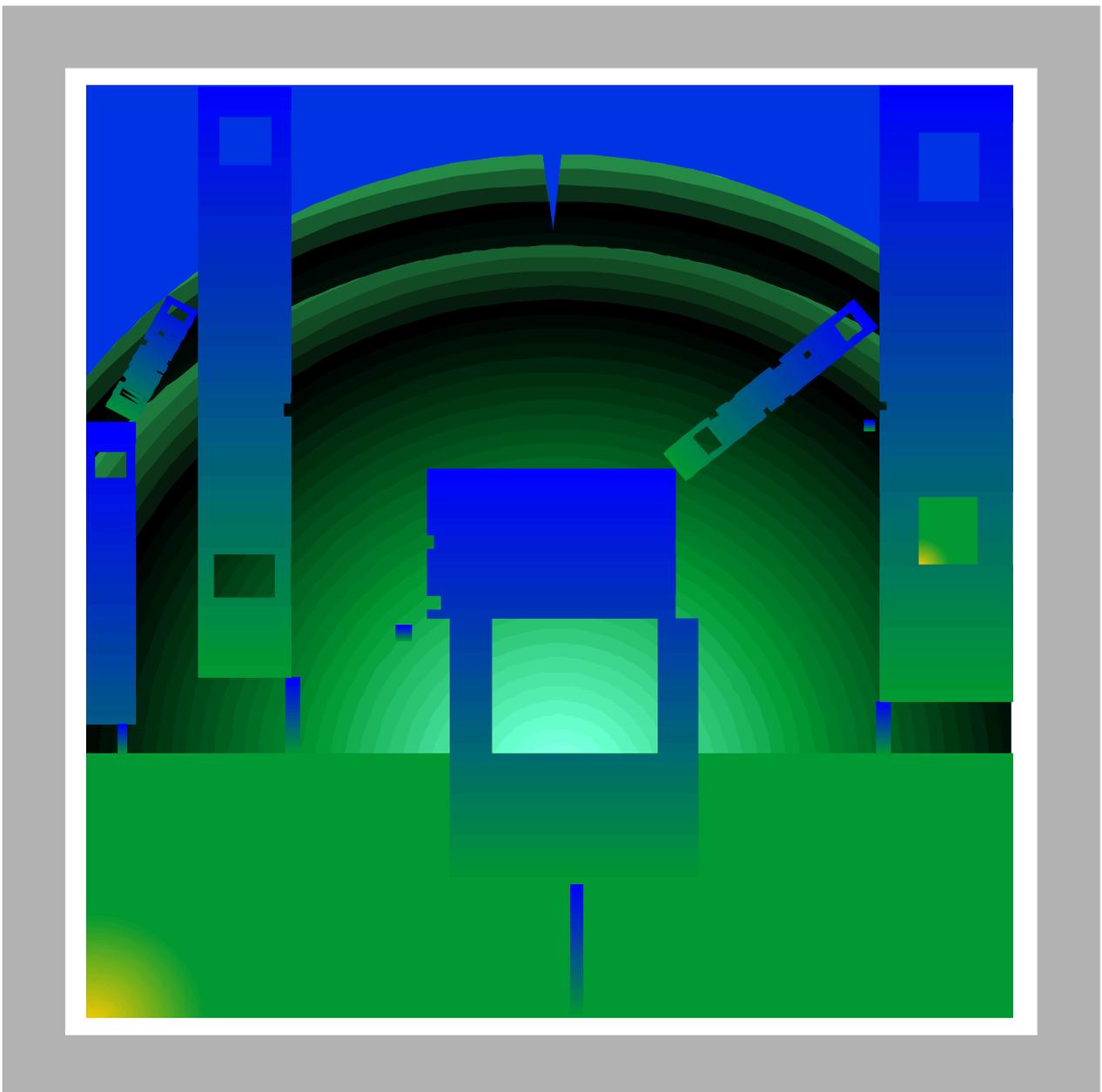
Un hecho importante y muy positivo del año 2000 fue el compromiso de un creciente número de países acreedores, en el contexto de la Iniciativa PPME, de proceder a una cancelación completa de la deuda bilateral. No obstante, el compromiso no supone una condonación rápida o completa para todos los PMA, y su ejecución dependerá de lo que avancen las reformas económicas y la lucha contra la pobreza. También cabe esperar que a tenor de quiénes sean los acreedores varíen los países beneficiados, el calendario del alivio y la deuda habilitada (incluida aquélla posterior a la fecha de corte).

Los problemas económicos que existen en los PMA son múltiples, de modo que la cancelación de deuda por sí sola será insuficiente para impulsarlos por una senda de desarrollo sostenible. Una solución al problema de su endeudamiento es, sin embargo, una condición necesaria, y la situación especial de los PMA requiere aquilatar sus necesidades de alivio de la deuda al margen completamente de las consideraciones en que se basa la Iniciativa PPME. Como no cabe esperar que la condonación de su deuda se produzca rápidamente, deberían arbitrarse disposiciones provisionales que permitieran el alivio inmediato de la misma. A tal fin, y a reserva de la ejecución completa de la Iniciativa PPME, debería considerarse una suspensión inmediata de los pagos del servicio de la deuda de todos los PMA, sin ninguna obligación adicional en materia de intereses. De esta suerte, más bien que tener que dedicar recursos escasos a pagar ese servicio, los gobiernos podrían usarlos para financiar programas de gasto social muy necesarios e inversiones productivas. Por el mismo motivo, también es menester invertir la tendencia descendente de la financiación oficial. A falta de entradas adecuadas de capital privado, es indispensable una inyección mayor de financiación exterior oficial para poner en marcha el proceso de acumulación de capital en los PMA¹⁸.

Notas

1. No resulta fácil hacer una descripción completa de las serias discrepancias, en la magnitud e incluso en unos casos en su dirección, de las series temporales del comercio publicadas por la OMC, el FMI y NU/DASE.
2. Para alguna de las razones que explican la discrepancia entre exportaciones e importaciones mundiales, véase *TDR 2000* (cap. III, nota 1).
3. Para un examen detallado del papel del comercio intraasiático en la recuperación de las economías del Asia oriental, véase *TDR 2000* (cap. III).
4. El déficit estadounidense del comercio de bienes y servicios en 2000 se estimó por el FMI en unos 360.000 millones de dólares, y el de la balanza por cuenta corriente en alrededor de 420.000 millones de dólares (4,2% del PIB). JP Morgan piensa que se alcanzaron los 439.000 millones de dólares (4,4% del PIB). Véanse FMI (2000a, cuadro I.2 y cuadros 27 a 29 del apéndice) y JP Morgan (2000a).
5. Precio medio al contado de la cesta de siete petróleos crudos producidos por miembros de la OPEP.
6. El costo marginal de la producción en las zonas más gravosas de los países que no pertenecen a la OPEP oscila entre 10 y 15 dólares por barril. Por consiguiente, un precio no muy por encima de los 15 dólares por barril debería, en principio, proporcionar a las compañías petroleras incentivos suficientes para explotar esas zonas de alto costo. Sin embargo, a diferencia de otros productos, el petróleo es un recurso estratégico y su precio se ve también influido por factores especulativos. Para un examen más detallado de los factores que configuran el mercado mundial del petróleo en los últimos años, véase *TDR 1999* (Primera parte, cap. III, secc. E).
7. Para un análisis del reciente debate sobre los diferentes regímenes cambiarios, véase la segunda parte, cap. V.
8. Véase IIF (2001: 11). El sector relacionado con las nuevas tecnologías, los medios de información y las telecomunicaciones ha representado una parte aún mayor de las emisiones internacionales recientes de acciones en mercados emergentes: 57% en 1999 y 77% en la primera mitad de 2000. Véase Mathieson, Schinasi et al. (2000, recuadro 3.5).
9. Los tipos de cambio efectivos reales citados aquí son las estimaciones de JP Morgan disponibles en: www.jpmorgan.com.
10. Las diferencias entre las instituciones en las estimaciones de las corrientes financieras privadas a las economías en desarrollo y en transición reflejan sobre todo diferencias en la cobertura y los métodos de estimación. Las del FMI abarcan la gran mayoría de sus países miembros. Se hacen sobre la base de la balanza de pagos y, así, sin contar las salidas por residentes. El IIF estudia una muestra de 29 “economías emergentes de mercado”, y sus estimaciones de las corrientes privadas netas son antes de hacer ajustes para los préstamos netos por residentes, los cambios en el oro monetario y los errores y omisiones de la balanza de pagos, que suelen representar una proporción sustancial de las cifras de las corrientes privadas netas. Las estimaciones del IIF de enero de 2001 indican un ajuste importante a la baja en comparación con las de septiembre de 2000, que proyectaban una cifra de 188.000 millones de dólares para las corrientes privadas netas de todo el año, con una partida de signo contrario de 127.000 millones de dólares para “préstamos de residentes/otros”.
11. Los datos sobre el vencimiento residual de los préstamos de los bancos de la zona declarante al BPI se han tomado de varios comunicados de prensa de ese organismo sobre sus estadísticas bancarias internacionales consolidadas.
12. El canje de bonos Brady por otros nuevos es en parte la razón de la sustancial divergencia entre las emisiones brutas y netas de bonos internacionales que aparecen en el cuadro 2.8. Los incentivos de esos canjes suelen incluir por lo común: un mejor acceso a garantías en la forma de instrumentos del Tesoro de los Estados Unidos que respaldan los bonos Brady; la reducción de la deuda pendiente del país en los casos en que los bonos Brady se canjean con un descuento; y el alargamiento de la curva de rentabilidad de los instrumentos de deuda emitidos internacionalmente por el país cuando los bonos nuevos sean de vencimiento más largo.
13. Para una discusión de los diversos canales de transmisión entre lo que acontece en la economía mundial y las corrientes de capital, véase JP Morgan (2000c: 7- 8).
14. Para un examen de la correlación entre lo que rinde la deuda de los mercados emergentes y el índice NASDAQ, véase Mathieson, Schinasi et al. (2000, cap. III, recuadro 3.3).
15. Para un análisis más detenido de los efectos de esos métodos, véase Cornford (2000a: 3).
16. Para un análisis más detallado de las pautas a largo plazo de la financiación exterior de los países en desarrollo, véase *TDR 1999* (Segunda parte); y para un examen de la financiación exterior en África, donde se encuentran casi todos los PMA, véase UNCTAD (2000c).
17. E. Herfkens, “Bringing Solidarity to Brussels”, discurso pronunciado en la Junta de Comercio y Desarrollo de la UNCTAD, Ginebra, 27 de febrero de 2001.
18. Para un examen más detallado, véanse *TDR 1998* (Segunda parte) y UNCTAD (2000c).

LA REFORMA DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL



HACIA LA REFORMA DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL: ¿QUÉ CAMINO SEGUIR?

A. Introducción

El incremento de la frecuencia e intensidad de las crisis monetarias y financieras internacionales, y el que afecten incluso a países con un historial de buen hacer y de disciplina macroeconómica, sugieren que la inestabilidad es mundial y sistémica. Aunque hay margen para mejorar la política económica y las instituciones nacionales, ello por sí sólo no sería suficiente para afrontar el problema, sobre todo en los países en desarrollo, donde la amenaza potencial que suponen unas corrientes de capital esencialmente volátiles es mucho mayor. Resulta fundamental fortalecer instituciones y actuaciones en el plano internacional si se quiere reducir la probabilidad de esas crisis y actuar mejor cuando se produzcan. Sin embargo, a pesar del creciente reconocimiento de la índole global y sistémica de la inestabilidad financiera, la comunidad internacional no ha sido capaz hasta ahora de avanzar mucho en la adopción de disposiciones mundiales eficaces que respondan a las preocupaciones principales de los países en desarrollo.

Después de la crisis asiática, gobiernos, organizaciones internacionales, economistas y participantes en los mercados hicieron bastantes propuestas para reformar la arquitectura financiera internacional¹. Estas propuestas abarcan cuatro grandes esferas: normas e instituciones de alcance mundial relacionadas con las corrientes internacionales de capital; el sistema de tipos de cambio; solución ordenada del problema de la deuda internacional; y la reforma del FMI, con especial

referencia a la supervisión, condicionalidad, suministro de liquidez internacional, y su función potencial de prestamista de última instancia. La aplicación de cualesquiera de esas propuestas obligaría a crear instituciones y mecanismos internacionales nuevos y a reformar los que ya existen.

Algunas de esas propuestas se han discutido en el propio FMI, así como en otras instituciones financieras internacionales, tales como el BPI y el recién establecido Foro sobre Estabilidad Financiera (FEF), y también entre los Gobiernos de los países del G-7. Si bien se han dado algunos pasos de resultados de ello, el proceso de reforma, más bien que propugnar medidas internacionales para afrontar la inestabilidad y los riesgos sistémicos, ha puesto el acento en lo que deberían hacer las instituciones y los mecanismos nacionales. Aun en este particular no ha logrado adoptar un planteamiento equitativo entre deudores y acreedores. Los esfuerzos se han centrado en disciplinar a los deudores, con pautas y normas sobre los principales aspectos de la política económica nacional, principalmente de los países deudores, y en arbitrar incentivos y sanciones para su ejecución. Se ha instado a los países deudores a que gestionen mejor los riesgos adoptando normas y reglamentaciones financieras estrictas, constituyendo reservas internacionales en cuantía adecuada, estableciendo líneas de crédito para emergencias y concertando acuerdos contractuales con los acreedores privados a fin de involucrarlos en la

solución de la crisis. El sistema financiero internacional ha seguido organizándose en torno al principio del *laissez-faire*, aconsejándose a los países en desarrollo que se adhieran al objetivo de una cuenta de capital abierta y a la convertibilidad, y que recurran a controlar los flujos de capital sólo como una medida excepcional y pasajera. Todo esto ha acrecido el alcance mundial de los mercados financieros sin un fortalecimiento correspondiente de las instituciones globales.

El que no se haya avanzado más tiene en buena parte raíces políticas. Las propuestas señaladas antes a menudo han entrado en conflicto con los intereses de los acreedores. Sin embargo, también los gobiernos de algunos países deudores se oponen a medidas de reforma que supondrían reducir el volumen de las entradas de capital o elevar su costo o ambas cosas a la vez, aun cuando cabe esperar que esas medidas reducirían la inestabilidad y la frecuencia de las crisis en los mercados emergentes. Muchos observadores se han apresurado a descartar esas propuestas no sólo por considerarlas políticamente poco realistas sino también técnicamente imposibles. No obstante, en tanto en cuanto las fallas sistémicas sigan amenazando el bienestar global, habría que superar las resistencias a una reforma más fundamental de la arquitectura financiera internacional:

Es fácil caer en la trampa de pensar que los grandes cambios institucionales son poco realistas o inviables, especialmente en los Estados Unidos donde las instituciones relacionadas con la política macroeconómica han evolucionado por lo general sólo lentamente en los últimos decenios. Todavía no hace mucho que las perspectivas de una moneda europea única parecían tan poco probables como el desmoronamiento del imperio soviético o la reunificación de Alemania. Tal vez los grandes cambios institucionales sólo parecen imposibles hasta que ocurren, momento en el que parecen predestinados a suceder. Incluso si ninguno de los

planes en gran escala resulta viable en la actual situación política mundial, después de una o dos crisis más, lo imposible puede empezar a parecer realista. (Rogoff, 1999: 28).

En la segunda parte del presente informe se examinan las principales iniciativas adoptadas hasta ahora para reformar la arquitectura financiera internacional y los consejos que se han dado a los países en desarrollo en algunos aspectos fundamentales de la política económica, tales como las reformas estructurales y las disposiciones cambiarias, con miras a prevenir y a afrontar inestabilidades y crisis. El examen es continuación de un análisis anterior hecho en *TDR 1998* y se centra en los acontecimientos más recientes. En este capítulo se ofrece un estado de la cuestión, comparando brevemente lo que se ha logrado hasta ahora con el tipo de medidas propuestas para abordar las fallas sistémicas y la inestabilidad mundial. En el capítulo siguiente se examinan las iniciativas recientes sobre las normas y reglamentaciones globales, mientras que en el capítulo V se estudia si los países

Más bien que propugnar medidas internacionales para afrontar la inestabilidad y los riesgos sistémicos, el proceso de reforma ha puesto el acento en lo que deberían hacer las instituciones y los mecanismos nacionales. Aun en este particular no ha logrado adoptar un planteamiento equitativo entre deudores y acreedores.

en desarrollo pueden a la vez mantener una cuenta de capital abierta y evitar la inestabilidad y los desajustes monetarios eligiendo unos regímenes cambiarios apropiados, a pesar de los persistentes desarreglos y vaivenes de las tres grandes monedas de reserva y de las grandes fluctuaciones de las corrientes internacionales de capital. También se analizan las posibilidades de una cooperación regional para establecer mecanismos de defensa colectivos frente a la inestabilidad financiera, recurriendo a la experiencia de la UE. En el último capítulo se aborda la cuestión de cómo actuar en las crisis financieras y cómo repartir la carga, y se examina lo que ocurre actualmente en dos esferas cruciales, a saber, el suministro de liquidez internacional y la participación del sector privado en la gestión y solución de las crisis.

B. La regulación de las corrientes internacionales de capital

Cuando la Segunda Guerra Mundial tocaba a su fin se pensó en establecer un conjunto de organizaciones que se ocuparan de los tipos de cambio y los pagos internacionales, de la reconstrucción y rehabilitación de las economías damnificadas por la guerra, y del comercio y las inversiones internacionales. Las instituciones establecidas para tratar de esos asuntos fueron el FMI, el Banco Mundial y el GATT. Sin embargo, los movimientos internacionales de capital no entraron en ese ámbito. En la estructura original no figuraba un régimen mundial para los movimientos de capital en buena parte porque se consideraba que la movilidad del capital no era compatible con la estabilidad de las monedas y con la expansión del comercio y el empleo. Un régimen de esa índole ni siquiera se estableció después de que rompieran los acuerdos de Bretton Woods, a pesar de la creciente importancia de los flujos de capital privado (Akyüz y Cornford, 1999: 1-7).

El único régimen mundial que se aplicó a las transacciones monetarias transfronterizas fue el del FMI, pero las obligaciones más importantes de su Convenio Constitutivo se refieren a las transacciones corrientes y no a las de capital. Sobre éstas últimas, el Artículo IV indica que uno de los fines esenciales del sistema monetario internacional es establecer un marco que facilite el intercambio de capital entre los países, aserto éste que figura entre las obligaciones generales relativas a regímenes de cambios. Las referencias más específicas a las transferencias de capital del Artículo VI permiten recurrir a controles de capital siempre que no restrinjan los pagos de las transacciones corrientes, y en realidad otorga al Fondo facultades para pedir a un país miembro que imponga controles con miras a prevenir el uso de fondos de la Cuenta de Recursos Generales para financiar una salida grande o sostenida de capital. La única iniciativa reciente en

materia de régimen mundial es el intento de incluir la convertibilidad entre los objetivos del FMI.

El BPI se creó en un principio como foro de un pequeño número de países para ocuparse sólo de ciertos aspectos de las corrientes internacionales de capital². Desde el decenio de 1970 ha proporcionado el apoyo de su secretaría a algunos órganos establecidos para reducir o gestionar los riesgos en las transacciones bancarias transfronterizas. No es de la incumbencia de esos órganos establecer normas para los movimientos internacionales de capital en cuanto tales. Su labor consiste en llegar a acuerdos sobre las normas que aplicarán las autoridades nacionales para fortalecer las defensas de las entidades financieras tanto individualmente como en conjunto frente a una desestabilización ocasionada por las transacciones internacionales y los riesgos consiguientes.

La mayor frecuencia de las crisis financieras, junto con el carácter más global de los mercados financieros, ha llevado tanto a analistas como a quienes se interesan por la práctica a proponer que se creen varias instituciones internacionales destinadas explícitamente a regular y estabilizar las corrientes internacionales de capital. Una de esas propuestas es que se establezca

un megaorganismo mundial de regulación y supervisión financieras, o Autoridad Financiera Mundial, con facultades normativas sobre todas las entidades financieras, tanto internacionales como nacionales (Eatwell y Taylor, 1998; 2000). Otra propuesta es instituir una Junta de Supervisores de Grandes Instituciones y Mercados Internacionales, con amplios poderes para fijar normas y para supervisar y regular la banca comercial, las sociedades que operan con títulos y las compañías de seguros³. Otra tercera propuesta, que se centra en la estabilización de los préstamos bancarios internacionales, propone crear una Corporación

Las obligaciones que figuran en los nuevos códigos y normas propuestos parecen reflejar el parecer de que las principales tachas de los sistemas en que se desenvuelven los movimientos internacionales de capital se encuentran en los países receptores, sobre los que debería así recaer la carga principal de los ajustes necesarios para prevenir o contener las crisis financieras.

Internacional de Seguro del Crédito para velar porque no se produzcan expansiones crediticias excesivas (Soros, 1998).

Estas propuestas se basan en dos argumentos. El primero es que como las empresas financieras se están volviendo cada vez más relacionadas entre sí y operan a través de las fronteras, su ordenación y supervisión deberían también hacerse de un modo unificado y mundial. El segundo argumento se centra en la inestabilidad de unos movimientos de capital que se desenvuelven en un conjunto muy abigarrado de regímenes y que sólo podrían enderezarse con una reglamentación más uniforme en el plano mundial. Cualesquiera que sean sus puntos fuertes y débiles específicos, esas propuestas insisten en la necesidad de instituciones y mecanismos internacionales que impidan que se corran riesgos excesivos en los préstamos e inversiones internacionales, reduzcan las fallas sistémicas y eliminen varias lagunas, muchas veces llamativas, en los regímenes reglamentarios nacionales de los países acreedores y deudores. El enfoque oficial de estos problemas ha sido muy diferente, centrándose en una disminución del riesgo de las perturbaciones y los contagios financieros mediante un fortalecimiento de los sistemas financieros internos en los países deudores. También se ha puesto el acento en el suministro de una información adecuada y sin demoras sobre las actividades del sector público y los mercados financieros en los países deudores con el fin de que prestamistas y acreedores internacionales decidan mejor, reduciendo así las fallas del mercado, y de que se mejore la supervisión bilateral.

Tal como se examina con algún detalle en el capítulo IV, instituciones tales como el FMI, el BPI y el FEF han establecido varios códigos y normas no sólo para el propio sector financiero sino también respecto de la política macroeconómica y la necesaria información. Si bien su aplicación debería ser por lo general beneficiosa, en particular a largo plazo, esas disposiciones no contribuirán necesariamente a la estabilidad financiera y en muchos casos entrañarán unos costos iniciales sustanciales. Además, los programas de reforma requeridos en los países receptores son de gran alcance y no siempre se acomodan a las diferencias en el nivel de desarrollo y la disponibilidad de recursos humanos.

Considerado desde el punto de vista de la reforma sistémica, el conjunto de reformas contiene muchas omisiones y refleja una visión asimétrica de la responsabilidad de las partes ante los cambios

requeridos. En particular, no aborda adecuadamente la preocupación de los países en desarrollo por el carácter, muchas veces impulsado por la oferta, de las fluctuaciones de las corrientes internacionales de capital, que se ven muy influidas por las condiciones monetarias en los principales países industriales, especialmente los Estados Unidos, y por las actitudes en materia de liquidez y el comportamiento gregario de los prestamistas e inversores de esos países. Las obligaciones que figuran en los nuevos códigos y normas propuestos parecen reflejar el parecer de que las principales tachas de los sistemas en que se desenvuelven los movimientos internacionales de capital se encuentran en los países receptores, sobre los que debería así recaer la carga principal de los ajustes necesarios para prevenir o contener las crisis financieras. En cambio, unas medidas nuevas que reduzcan los flujos de capital volátiles en la fuente o

incrementen la transparencia de las operaciones financieras transfronterizas, actualmente muy poco reguladas, se caracterizan sobre todo por su inadecuación o bien no figuran para nada. Las recomendaciones que se hacen a los países de origen piden sólo unas acciones limitadas más allá de las políticas o iniciativas actuales o unos cambios en el proceder de los mercados no muy distintos de los que ya se están introduciendo.

A pesar de la insistencia en la propiedad y la participación voluntaria, el cumplimiento de los códigos y disposiciones ha de

verse respaldada por un amplio sistema de sanciones e incentivos aplicados desde el exterior, algunos de los cuales corren el riesgo de convertirse en rasgos de la condicionalidad del FMI. Aunque normas y pautas son en su mayoría de índole muy general, parece haber el peligro de que su aplicación en la práctica incorporaría elementos de modelos concretos de países desarrollados, en razón del papel desempeñado en las labores de evaluación por las instituciones financieras multilaterales y los supervisores de los países del G-7. Como ha dicho un autor:

“... existe el riesgo de proyectar hacia los países en desarrollo una visión de la política económica basada en el consenso de Washington, incluso si ese consenso ahora se remoja con nuevos códigos y normas internacionales... el nuevo conjunto de disciplinas externas viene de la mano de un determinado modelo de desarrollo económico de dudoso valor...”

... existe el riesgo de proyectar hacia los países en desarrollo una visión de la política económica basada en el consenso de Washington, incluso si ese consenso ahora se remoja con nuevos códigos y normas internacionales y con “reformas de la segunda generación”. El peligro procede de varias fuentes. En primer lugar, el nuevo conjunto de disciplinas externas viene de la mano de un determinado modelo de desarrollo económico de dudoso valor... En segundo término, no es seguro que el nuevo programa de política económica haga al propio sistema internacional más seguro... En realidad, al poner la atención en las reformas

estructurales internas en el mundo en desarrollo, el planteamiento actual conduce a una complacencia ante los flujos de capital a corto plazo y podría incrementar más bien que reducir los riesgos sistémicos. Por último, las dificultades de llevar a la práctica muchas de las reformas institucionales que se discuten están muy subestimadas (Rodrik, 1999: 3).

Lo que hasta ahora se ha propuesto en el apartado de códigos y normas dista mucho de equivaler a un nuevo marco mundial para reducir la inestabilidad financiera. Debe recordarse que una de las razones esenciales de esas propuestas era el papel de las nuevas disposiciones como contraparte

necesaria de una mayor liberalización financiera, sobre todo en los países en desarrollo. Sin embargo, las iniciativas que actualmente se estudian difícilmente justifican el que se impongan más obligaciones a los países sobre la convertibilidad de su cuenta de capital, las inversiones desde el exterior, o la desregulación de los servicios financieros en general. Al no haber una acción global efectiva, buena parte de la carga de enfrentarse a la inestabilidad financiera internacional sigue correspondiendo a los gobiernos nacionales. Resulta así vital que puedan seguir teniendo libertad para elegir su política económica.

C. El sistema de los tipos de cambio

El segundo aspecto fundamental de la reforma de la arquitectura financiera internacional es el sistema cambiario, en particular las disposiciones sobre las tres grandes monedas de reserva (el dólar, el euro y el yen). A decir verdad, sería más apropiado hablar de la necesidad de establecer un sistema mundial de tipos de cambio más bien que de reformar el que existe; en ningún momento, en efecto, desde que se vino abajo el sistema de Bretton Woods de tipos de cambio fijos, pero ajustables, ha habido acuerdos globales. Si bien se adoptó la flotación en la inteligencia de que el éxito dependía de que prevalecieran unas condiciones de base ordenadas, las disposiciones internacionales con tal fin especificadas en el Convenio Constitutivo del FMI, y en la decisión de abril de 1977 sobre los acuerdos cambiarios, no lograron definir las obligaciones y compromisos que esos acuerdos entrañaban. Como señaló Robert Triffin, las obligaciones eran “tan generales y obvias que parecían más bien superfluas”, y el sistema “proponía fundamentalmente legalizar... el repudio generalizado e ilegal de los compromisos de Bretton Woods, sin poner en su lugar ningún otro compromiso vinculante” (Triffin, 1976: 47-48). Si bien la decisión de abril de 1977 pedía a los miembros que “interviniesen en el mercado cambiario en caso

¿Pueden los países con mercados emergentes lograr una estabilidad cambiaria exclusivamente mediante la adopción por su parte de unas políticas macroeconómicas y unos regímenes cambiarios apropiados cuando las monedas de los principales países industriales siguen siendo tan inestables? El sistema de tipos de cambio apenas ha figurado en el programa de reforma de la arquitectura financiera internacional.

necesario para enderezar una situación de desorden”, no llegaba a definir esa situación ni a proporcionar pautas explícitas para la intervención. Del mismo modo, los principios de supervisión de las políticas cambiarias “eran lo suficientemente generales para que las restricciones de los comportamientos dependieran casi totalmente de los procedimientos de supervisión” (Dam, 1982: 259), y tampoco los métodos de consulta han logrado hasta ahora generar normas específicas de conducta que pudiesen respaldar afirmación alguna de que los acuerdos existentes constituyen un “sistema”⁴.

Habida cuenta de este hiato institucional y de la falta de coordinación de la política económica de los principales países industriales, no ha de sorprender que la flotación no haya conseguido lo que inicialmente se esperaba: unos tipos de cambio razonablemente estables; unos ajustes ordenados de la balanza de pagos; una mayor autonomía de la política macroeconómica; y una remoción de las asimetrías entre países deficitarios y países excedentarios. Más bien, el sistema se caracterizó no sólo por la volatilidad a corto plazo, sino también por desajustes y vaivenes monetarios persistentes. Los grandes países industriales han seguido favoreciendo la flotación y se han abstenido

de terciar en los mercados monetarios excepto en momentos de graves tensiones y desequilibrios, tales como los acontecimientos que condujeron a convenir medidas coordinadas de política monetaria e intervenciones en el mercado cambiario mediante los Acuerdos del Plaza y el Louvre de 1985 y 1987, respectivamente.

El daño infligido por un comportamiento desordenado de los tipos de cambio tiende a ser limitado para los propios países con monedas de reserva (G-3), en comparación con los países en desarrollo, porque cuentan con grandes economías que dependen mucho menos del comercio internacional. Además, la exposición de sus agentes económicos a los riesgos cambiarios se ve circunscrito porque pueden tanto prestar como pedir prestado en sus monedas nacionales. En cambio, los desajustes y vaivenes de los tipos de cambio entre las monedas del G-3 constituyen una fuente principal de perturbaciones para los países en desarrollo y han desempeñado un papel importante en casi todas las grandes crisis de los mercados emergentes (Akyüz y Conford, 1999: 31). Así, hay que preguntarse si tiene sentido predicar el logro de la estabilidad cambiaria exclusivamente por los países emergentes de mercado mediante la adopción por su parte de unas políticas macroeconómicas y unos regímenes cambiarios apropiados cuando las monedas de los principales países industriales siguen siendo tan inestables. En realidad, muchos observadores han sugerido que la economía mundial no logrará una mayor estabilidad sistémica sin alguna reforma del régimen cambiario del G-3, y que los mercados emergentes seguirán vulnerables a las crisis monetarias en tanto en cuanto las grandes monedas de reserva continúen siendo muy inestables.

Ciertamente, habida cuenta del grado de interdependencia global, un sistema estable de tipos de cambio y de balanzas de pagos requiere un mínimo de coherencia entre las políticas macroeconómicas de los países industriales de mayor peso. Sin embargo, en las actuales modalidades de supervisión multilateral nada se dice sobre cómo alcanzar esa coherencia o hacer frente a los impulsos unidireccionales dimanados de las mudanzas en la política monetaria y cambiaria de los Estados Unidos y de otros grandes países industriales. A este respecto, en política macroeconómica y financiera no existe el tipo de disciplina multilateral como el que hay en el comercio internacional.

En política macroeconómica y financiera no existe el tipo de disciplina multilateral como el que hay en el comercio internacional.

Ahora existe un creciente interés en el Asia oriental y en algunos países de Sudamérica por la regionalización como un medio de proporcionar un mecanismo colectivo de defensa frente a las fallas e inestabilidades sistémicas.

Una propuesta para lograr unos tipos de cambio estables y adecuadamente alineados es fijarse como objetivo la introducción de ámbitos específicos en las relaciones entre las tres grandes monedas junto con un compromiso de los países de defender esos ámbitos con intervenciones coordinadas y medidas de política macroeconómica⁵. Se piensa que ese compromiso aseguraría la coherencia necesaria para una estabilidad cambiaria sin menoscabar el crecimiento y podría alterar el comportamiento de los mercados monetarios, lo que a su vez reduciría la necesidad de intervenir. Tales disposiciones podrían institucionalizarse y colocarse bajo la supervisión del FMI.

Una propuesta más radical es prescindir de los tipos de cambio y adoptar una sola moneda en todo el mundo, que emitiría una Autoridad Monetaria Mundial que podría actuar como prestamista de última instancia. Ha habido un creciente interés por esa idea desde la introducción del euro y las crisis monetarias recurrentes en los mercados emergentes. No obstante, se opina generalmente que el grado actual de convergencia económica y de integración mundial se queda muy a la zaga de lo que se requeriría para que esa idea pudiera llevarse a la práctica (Rogoff, 1999: 33-34).

En todo caso, es interesante advertir que el sistema de tipos de cambio apenas ha figurado en el programa de reforma de la arquitectura financiera internacional. El informe del entonces Director Gerente interino del FMI al Comité Monetario y Financiero Internacional (FMI, 2000b) reconocía la dificultad con que tropiezan casi todos los países para mantener, por un lado, tipos realmente flexibles y, por el otro, unas paridades sólidas. Refiriéndose a las tres monedas principales, en el informe se hablaba de “desajustes y volatilidad grandes” en sus tipos de cambio como un motivo de inquietud, en particular para los países pequeños, abiertos y que exportan productos primarios. Sin embargo, en él no se examinaba ninguna iniciativa que pudiese adoptar la comunidad internacional en ese particular, dando a entender que el asunto sólo podría revolveerse entre los Estados Unidos, el Japón y la UE (véase también Culpeper, 2000: 15).

A decir verdad, como se señala en el capítulo V, las discusiones sobre los tipos de cambio se han centrado en la índole de los regímenes que los países en desarrollo necesitarían adoptar para lograr mayor

estabilidad. Lo que se aconseja por lo común es elegir entre una flotación libre o aferrarse a una moneda de reserva mediante juntas monetarias o una dolarización (las llamadas paridades “duras”), optando así por una de las dos soluciones “extremas” en contraposición con regímenes intermedios de paridades ajustables o blandas. Cada vez se están suscitando más cuestiones sobre si la existencia de tantas monedas independientes tiene sentido en un sistema financiero mundial muy integrado.

No obstante, en gran parte se trata de un falso debate. Sea cual fuere la opción elegida, no podrá asegurar un ajuste apropiado ni la estabilidad de los tipos de cambio en los países en desarrollo en tanto en cuanto las propias monedas principales de reserva sean inestables y padezcan desajustes entre sí, y las corrientes internacionales de capital resulten tan volátiles y escapen al control de los países receptores. Además, esas condiciones producen una falta de coherencia dentro del mundo en desarrollo cuando se persiguen unos tipos de cambio adecuados. En pocas palabras, no hay una solución unilateral satisfactoria para la inestabilidad y los desajustes cambiarios en los mercados emergentes, sobre todo con unos movimientos libres de capital.

Como unas medidas mundiales encaminadas a lograr un sistema estable no figuran en el orden del día inmediato, cabe preguntarse si los mecanismos regionales podrían ofrecer una solución. A decir

verdad, ahora existe un creciente interés en el Asia oriental y en algunos países de Sudamérica por la regionalización (en contraposición con la de dolarización) como un medio de proporcionar un sistema colectivo de defensa frente a las fallas e inestabilidades sistémicas. La experiencia de la UE ofrece unas útiles lecciones a este respecto, concretamente en lo que atañe a disposiciones institucionales para mantener y ajustar las bandas monetarias intrarregionales, mecanismos de intervención, regímenes de los movimientos de capital, y diversas medidas que ofrecen un respaldo a los pagos de cada país y los servicios de un prestamista regional de última instancia. Sin embargo, trasladar esta experiencia a países en desarrollo plantea ciertas dificultades, particularmente en lo relativo al régimen cambiario que se aplicaría respecto de las monedas de reserva y el acceso a liquidez internacional, puntos éstos de especial importancia en condiciones de contagio intrarregional. Los acuerdos monetarios regionales entre mercados emergentes podrían verse así muy facilitados si en ellos participaran también los principales países con monedas de reserva. En este particular, las iniciativas recientes adoptadas por ASEAN+3 (véase el recuadro 5.1 del capítulo V) constituyen un paso importante de lo que puede ser un largo y difícil camino hacia una integración monetaria regional más estrecha.

D. Unos mecanismos ordenados de reestructuración de la deuda internacional

Un tercer aspecto importante de la reforma se refiere a encontrar mecanismos que zanjen de una manera ordenada la cuestión de la deuda internacional. Estos mecanismos han adquirido mayor importancia en vista de las deficiencias de las disposiciones a escala mundial para prevenir las crisis financieras. La perspectiva de que las crisis sigan produciéndose, incluso con frecuencia y severidad crecientes, plantea un dilema a la comunidad internacional. Una vez que se desencadena una crisis, resulta difícil evitar que cuando no hay medidas de socorro se produzca un impago desordenado y generalizado de los pasivos externos con las correspondientes consecuencias para la estabilidad

financiera internacional. Pero las acciones de socorro se están volviendo cada vez más problemáticas. No sólo crean riesgo moral en los prestamistas, sino también transfieren la carga a los países deudores y a sus contribuyentes, que son los que en definitiva pagan la deuda oficial. Asimismo, los fondos requeridos se han ido haciendo cada vez más cuantiosos y más difíciles de allegar. Por esos motivos, uno de los principales asuntos del programa de reformas es cómo “involucrar” o hacer que “participe” el sector privado en el manejo y solución de la crisis a fin de redistribuir la carga entre acreedores oficiales y privados así como entre países deudores y acreedores.

Un modo de salir de ese dilema sería recurrir a los principios de reprogramación ordenada de la deuda con arreglo a las pautas que figuran en el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos, propuesta ésta que expuso por vez primera la secretaría de la UNCTAD (en el *TDR 1986*) en el contexto de la crisis de la deuda del decenio de 1980, y que más recientemente se volvió a examinar (en el *TDR 1998*) en relación con las crisis de los mercados emergentes. La aplicación de esos principios sería muy pertinente para las crisis de la deuda y de las monedas internacionales como consecuencia de problemas de liquidez, ya que en ellos se propugnan fundamentalmente unas reestructuraciones financieras más bien que la desaparición de las entidades en crisis. Permiten una moratoria del servicio de la deuda al reconocer que una carrera de los acreedores por hacerse con los activos resulta perjudicial para el deudor pero también para los propios acreedores en cuanto grupo. Esos principios proporcionan al deudor acceso al capital de explotación necesario para continuar con sus actividades al tiempo que se otorga a la deuda nueva las mismas condiciones que a la antigua. Por último, requieren una reorganización del activo y pasivo del deudor, incluida la ampliación de los vencimientos y, cuando sea menester, la conversión de deuda en acciones o su cancelación.

Un modo de aplicar estos principios sería crear un tribunal concursal internacional con el fin de aplicar una versión en el plano mundial del capítulo 11 (o, cuando proceda, del capítulo 9) establecida en forma de un tratado internacional ratificado por todos los miembros de las Naciones Unidas (Raffer, 1990). No obstante, unos procedimientos internacionales completos sobre bancarrotas no son necesarios para asegurar una liquidación ordenada de la deuda internacional. Otra opción consistiría en establecer un marco para aplicar a los deudores internacionales unos principios básicos en materia de insolvencia, como una moratoria de la deuda y unos préstamos para los atrasos (es decir, se prestarían a un deudor sus atrasos a los acreedores). Como hay que actuar con rapidez cuando se cierne la amenaza de unos ataques especulativos y de un pánico financiero, la moratoria debería decidirse por el país deudor y luego sancionarse por un órgano internacional, a fin de proporcionar al deudor insolvente protección en los tribunales nacionales de los países acreedores. La reestructuración de la deuda privada podría entonces

hacerse según los procedimientos nacionales en materia concursal, mientras que una negociación directa de la deuda soberana con los acreedores sería la única solución viable.

Como se dice en el capítulo VI, si bien cada vez se acepta más que la disciplina del mercado sólo dará resultado cuando los acreedores soporten las consecuencias de los riesgos que asumen, la comunidad internacional no ha sido capaz de llegar a un acuerdo sobre cómo involucrar al sector privado en la gestión y salida de las crisis. Incluso aunque un marco como el descrito antes ha encontrado bastante apoyo en muchos países industriales, existe una fuerte oposición de algunas grandes potencias y de quienes participan en mercados privados a que se establezcan mecanismos obligatorios que "vinculen" y hagan "participar". Quienes así piensan, al considerar que esos mecanismos alterarían el equilibrio del poder negociador entre deudores y acreedores y crearían riesgo moral en los primeros, propugnan en cambio acuerdos voluntarios y contractuales entre deudores y acreedores para facilitar la liquidación de la deuda, tales

El Directorio del FMI reconoció que "en circunstancias extremas, cuando no sea posible llegar a un acuerdo sobre una moratoria voluntaria, los miembros pueden verse en la necesidad, en última instancia, de imponerla unilateralmente". Sin embargo, no existe acuerdo sobre la atribución de facultades al FMI para que obligue a los acreedores a que desistan de acciones judiciales con el fin de brindar protección legal a los deudores que decidan suspender temporalmente los pagos.

como la inserción de cláusulas de acción colectiva en los contratos con garantías. Además, varios países de ingreso mediano, en particular aquéllos que dependen bastante de las corrientes financieras que llegan a ellos, se oponen tanto a las congelaciones obligatorias como a que se incluyan cláusulas de acción colectiva en los contratos garantizados por el temor a que se vea obstado su acceso a los mercados financieros internacionales.

Las discusiones en el Directorio Ejecutivo del FMI sobre este particular insistieron en el papel catalítico del Fondo para lograr la participación del sector privado y en que, cuando éste no responda, el país deudor debería buscar un acuerdo con sus acreedores para aplazar el pago de sus deudas. El Directorio reconoció que, "en circunstancias extremas, cuando no sea posible llegar a un acuerdo sobre una moratoria voluntaria, los miembros pueden verse en la necesidad, en última instancia, de imponerla unilateralmente". Sin embargo, no existe acuerdo sobre la atribución de facultades al FMI para que, mediante una enmienda de su Convenio Constitutivo, obligue a los acreedores a que desistan de acciones judiciales con el fin de brindar protección legal a los deudores que decidan suspender temporalmente los pagos. Si bien se acepta en general que el Fondo puede mostrar su aceptación de una

moratoria unilateral de la deuda al prestar sobre los atrasos, no se han establecido pautas explícitas sobre cuándo y cómo se facilitaría apoyo, dejando así mucho margen discrecional al Fondo y a sus principales accionistas acerca de las modalidades de su intervención en las crisis financieras de los mercados emergentes.

Como en otras esferas, el proceso de reforma ha sido así incapaz de establecer un marco internacional apropiado para involucrar al sector privado en el manejo y solución de las crisis financieras, pasando la papeleta una vez más a los países deudores. Es muy cierto que los acuerdos contractuales tales como las cláusulas de acción colectiva en los contratos con garantías y la posibilidad de retirar fondos de líneas de crédito interbancarias pueden ser de mucha ayuda para los países que afrontan dificultades en el servicio de su deuda, y la preocupación de que esos procedimientos impidan el acceso a los mercados de capital estaría infundada. Pero éstos no son asuntos que quepa considerar en la reforma de la arquitectura financiera internacional, a menos que se introduzcan

mecanismos en el plano mundial para facilitar tales procedimientos. También hay renuencia a introducir renovaciones automáticas y cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda exterior sobre la base de un mandato internacional. Asimismo, ciertos rasgos de la deuda de los países en desarrollo, como una dispersión grande de acreedores y deudores y la existencia de toda una variedad de contratos que se rigen por leyes diferentes, hacen extremadamente difícil recurrir a mecanismos voluntarios para asegurar moratorias y renovaciones rápidas de la deuda. Sin una protección legal de los deudores, no cabe esperar que unas negociaciones con los acreedores para reestructurar los préstamos conduzcan a un reparto equitativo de la carga. A decir verdad, en ejemplos recientes de acuerdos negociados los acreedores no han soportado las consecuencias del riesgo en que habían incurrido; más bien, han obligado a los gobiernos de los países en desarrollo a asumir la responsabilidad de la deuda privada y a aceptar una simple extensión de los vencimientos con una penalización en los tipos.

E. La reforma del FMI

Naturalmente, las reformas y las iniciativas recientes en las esferas que se han examinado implican por lo general cambios considerables en el mandato y la actuación del FMI, en particular con respecto a la supervisión bilateral y multilateral, la condicionalidad y el suministro de liquidez internacional. Como ya se señaló, el Fondo participa mucho en el establecimiento de códigos y normas para las políticas macroeconómicas y financieras y en la supervisión de su cumplimiento, y una vigilancia multilateral efectiva es una condición previa de todo sistema estable de tipos de cambio. La participación del sector privado en la gestión y salida de las crisis también depende de manera crucial de la política prestamista del FMI, así como de su aprobación y respaldo de la moratoria de las deudas y de los controles de capitales y tipos de cambio. Por consiguiente, la reforma de la arquitectura financiera internacional presupone una reforma del FMI.

1. Supervisión y condicionalidad

Tal como se analizaba en el *TDR 1998*, eran muchos los que consideraban que las asimetrías en la supervisión del FMI, a raíz de la crisis del Asia oriental, juntamente con la excesiva condicionalidad de los préstamos del Fondo, eran dos de las esferas que merecían más atención en la reforma de la arquitectura financiera internacional. No obstante, el enfoque reciente de la reforma se ha traducido en unas mayores asimetrías en la supervisión y en un aumento de la condicionalidad, ya que se ha centrado sobre todo en las deficiencias de las instituciones y la política económica de los países deudores.

Como ya se señaló, la supervisión no ha logrado asegurar unos tipos de cambio estables y bien ajustados entre sí en lo que atañe a las tres grandes

monedas de reserva. Ni ha sido capaz tampoco de proteger a las economías menores y más débiles contra los impulsos adversos que generan las políticas monetarias y financieras de los grandes países industriales. Es cierto que la necesidad de una supervisión más enérgica del FMI en respuesta a las condiciones producidas por la mayor integración financiera mundial y las crisis recurrentes se reconoció por el Comité provisional en abril de 1998, cuando se convino en que el Fondo “debería redoblar su supervisión del proceder de los sectores financieros y de los flujos de capital, prestando particular atención a la interdependencia de la política económica y los riesgos de contagio, y asegurarse de que tiene plenamente presentes las opiniones y perspectivas de los mercados” (Comunicado del Comité provisional del FMI de 16 de abril de 1998). Sin embargo, a pesar de la referencia a la interdependencia y el contagio, esas propuestas no se han traducido hasta ahora en medidas para cubrir las debilidades emanadas de la falta de equilibrio de los procedimientos existentes.

Más bien, ha habido una intensificación de la supervisión y la condicionalidad del FMI como consecuencia de su extensión a cuestiones relacionadas con los sectores financieros de los países deudores, en conformidad con la diagnosis de que es ahí donde estriba el problema principal. Como ya se ha señalado, es probable que los nuevos códigos y normas se traduzcan en una mayor condicionalidad, especialmente para recurrir a servicios nuevos, como una financiación en casos de emergencia destinada a superar las crisis financieras. Al margen completamente de si el resultado podría constituir una injerencia innecesaria en la jurisdicción propia de un gobierno soberano, como algunos comentaristas piensan que sucedió en la República de Corea (Feldstein, 1998), existe también la posibilidad de que el tipo de medidas e instituciones promovidas no sea el apropiado:

Una ironía inadvertida es que la condicionalidad que se aplica a los países en desarrollo se ha dejado de reducir precisamente en un momento en que nuestro conocimiento de cómo funciona la economía mundial y de qué necesitan los países pequeños para prosperar en su seno brilla penosamente por su ausencia (Rodrik, 1999: 2).

El Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI, anteriormente Comité provisional), al reconocer la necesidad de suavizar la condicionalidad del FMI, ha instado “al Directorio Ejecutivo a que revise todos los aspectos de la condicionalidad de la política económica asociada a la financiación por el Fondo con el fin de garantizar que, sin que debilite la condicionalidad, se centre en los aspectos más esenciales”⁶. Por su parte, el nuevo Director Gerente del Fondo, Horst Köhler, ha dicho igualmente que:

Para fortalecer su eficiencia y legitimidad, el Fondo tiene que reajustar sus fines. Su actividad principal

debe ser claramente promover la estabilidad macroeconómica como una condición esencial para un crecimiento sostenido. Para perseguir ese objetivo, el Fondo ha de dedicarse sobre todo a fomentar unas políticas monetarias, fiscales y cambiarias adecuadas, junto con una base institucional que las apoye y unas reformas estructurales conexas... Yo confío en que la propiedad de las reformas aumente cuando la condicionalidad del Fondo se centre predominantemente en el contenido y el calendario de lo que es crucial para el logro de la estabilidad macroeconómica y el crecimiento. Menos puede ser más si ayuda a dejar el camino expedito a un proceso sostenido de ajuste y crecimiento⁷.

Quizá sea demasiado pronto para juzgar hasta qué punto se ha procedido en la práctica a ese reajuste de los objetivos, pero resulta notable que los recientes programas del Fondo en Turquía y la Argentina no muestren tendencia alguna a separarse de la práctica anterior (véanse los recuadros 2.1 y 2.2 del capítulo II). En ellos se estipula una amplia gama de medidas de política económica que no sólo corresponden al ámbito de otras organizaciones internacionales, tales como la OMC y los bancos de desarrollo, sino que también incumben a la estrategia nacional de desarrollo económico y social, como privatizaciones y desregulación, apoyo a la agricultura, seguridad social y sistemas de pensiones, política industrial y de la competencia, y medidas en materia de comercio.

2. Suministro de liquidez y financiación por un prestamista de última instancia

El otro gran aspecto de la reforma se refiere al suministro de liquidez adecuada. En el último decenio ha surgido un consenso acerca de que el Fondo debería facilitar liquidez internacional no sólo a los países que tienen dificultades de pagos en las transacciones por cuenta corriente sino también a los que se enfrentan con crisis en la cuenta de capital. Se han establecido dos servicios principales con tal fin: un Servicio de Complementación de Reservas (SCR) para los países que ya encuentran dificultades en sus pagos, y una Línea de Crédito Contingente (LCC) que proporciona una línea de defensa como precaución frente a contagios financieros internacionales (véase el recuadro 6.3 del capítulo VI). Si bien se plantean algunos problemas sobre las modalidades y condiciones de esos servicios, lo que realmente está en juego es si y hasta qué punto esa financiación se opone al objetivo de involucrar a los acreedores e inversores privados en el manejo y solución de las crisis en los mercados emergentes o bien lo complementa.

En varios países deudores los gobiernos parecen favorecer un apoyo ilimitado en materia de liquidez,

con independencia de las modalidades y condiciones y de la carga que puede acabar recayendo sobre los contribuyentes del país por causa de las operaciones internacionales de ayuda. Esta actitud se compadece con su aversión a imponer una moratoria de los pagos y unos controles cambiarios y de capital en momentos de crisis. Por otra parte, si bien no existe un consenso en el Directorio del FMI sobre medidas vinculantes que afecten al sector privado, ahora se pone cada vez más el acento en condicionar la asistencia oficial a la participación de ese sector. Sin embargo, no se han establecido límites formales para el acceso a los recursos del Fondo más allá de que se requeriría esa participación. Tal como se dice en el capítulo VI, la ausencia de límites explícitos en el acceso, así como de mecanismos obligatorios en las moratorias, puede hacer que resulte extremadamente difícil involucrar al sector privado, obligando al Fondo a intervenir mucho.

En realidad, como el principal objetivo de una financiación en gran escala en casos de emergencia o crisis sería permitir a los países deudores que siguiesen al corriente de los pagos a sus acreedores, no es fácil ver cómo esto podría conciliarse con una participación adecuada del sector privado en la solución de una crisis y en el reparto de su carga. En consecuencia, una estrategia factible y eficaz para involucrar al sector privado debería combinar las moratorias en el pago de las deudas con límites estrictos en el acceso a los recursos del Fondo. Si bien hay un creciente acuerdo sobre la necesidad de limitar los préstamos en las crisis, también se acepta que podría haber necesidad de una financiación de emergencia excepcionalmente grande cuando la crisis resulte ser "sistémica". En la práctica, ese enfoque se traduciría en trazar diferencias entre los países deudores: aquéllos en los que se considere que la crisis es "sistémica" estarían habilitados para recibir mucho apoyo en materia de liquidez sin ninguna condición previa de participación del sector privado, como en las operaciones recientes en la Argentina y Turquía; los demás tendrían límites estrictos y se verían incitados a involucrar al sector privado en el impago, como parece haber sido el caso del Ecuador y el Pakistán.

Hay propuestas que van más lejos y propugnan que el FMI actúe como prestamista internacional de última instancia de los mercados emergentes o que se transforme para proceder de ese modo. Sugerencias de esa índole han sido hechas por el Subdirector Gerente del Fondo (Fischer, 1999) y, en el contexto más amplio de la reforma de las IFI, por la Comisión

Asesora de Instituciones Financieras Internacionales (Comisión Meltzer). A decir verdad, la idea se ha acogido con mucha más simpatía que cualquier otra propuesta de cambios institucionales en el plano mundial por personas con opiniones muy diferentes sobre la reforma del FMI y situadas en extremos opuestos del espectro político, aunque ciertos aspectos de las recomendaciones de la Comisión Meltzer son sumamente polémicos⁸. La sugerencia más importante es que los países que reúnan determinadas condiciones *ex ante* en materia de solvencia quedarían habilitados para recibir una financiación del prestamista de última instancia. En la propuesta de la Comisión Meltzer, el acceso a liquidez sería automático para los países que satisfagan unos requisitos previos, y no se exigirían otras condiciones o negociaciones. Los fondos prestados se limitarían como máximo a los ingresos

fiscales de un año del país prestatario. Esto podría traducirse en un conjunto de ayudas muy superiores a cualesquiera préstamos facilitados por el FMI hasta ahora en situaciones de crisis. El problema del riesgo moral se abordaría mediante la condicionalidad más bien que con unas limitaciones más estrictas en los préstamos. En cambio, el informe no hace ninguna recomendación para involucrar al sector privado, salvo sugerir que de momento el asunto se deje a las negociaciones entre deudores y

acreedores.

Los acuerdos de esta índole, sin embargo, agravarían ciertos problemas que suscitan las actuales medidas de socorro del FMI. Sin facultades discrecionales para crear su propia liquidez, el Fondo tendría que recurrir a los grandes países industriales para conseguir los fondos que requieren esas operaciones. En tales circunstancias, es muy discutible si realmente sería capaz de actuar como un prestamista imparcial de última instancia, del mismo modo que un banco central, ya que sus decisiones y recursos dependerían de la aceptación por sus principales accionistas, que suelen ser acreedores de aquellos países que experimentan dificultades financieras externas. Este problema podría superarse en parte autorizando al Fondo a que emitiera DEG permanentes o reversibles, aunque atribuir ese papel fundamental a esos derechos encontraría una oposición muy fuerte de la misma fuente.

Asimismo, existirían también dificultades políticas y técnicas en las modalidades de acceso a un servicio de ese jaez. La financiación por parte de un prestamista internacional genuino de última instancia, que sería ilimitada e incondicional excepto para los

Como el principal objetivo de una financiación en gran escala en casos de emergencia o crisis sería permitir a los países deudores que siguiesen al corriente de los pagos a sus acreedores, no es fácil ver cómo esto podría conciliarse con una participación adecuada del sector privado en la solución de una crisis y en el reparto de su carga.

tipos de penalización, requeriría una supervisión mundial muy estrecha de los prestatarios para garantizar su solvencia, lo que no sería fácil de conciliar con la soberanía nacional. Tampoco una habilitación previa sería compatible con la práctica de “ambigüedad constructiva” que se dice siguen todos los modernos prestamistas nacionales de última instancia⁹. También exigiría que el FMI actuase de facto como un organismo de los que miden la solvencia crediticia. No obstante, es muy difícil arbitrar unas normas aceptadas por todos en materia de solvencia, y la evaluación de un determinado conjunto de indicadores económicos puede variar mucho, como demuestran las diferencias entre los organismos privados de medición (Akyüz y Cornford, 1999: 48). Las discrepancias en este particular entre los países en desarrollo interesados y el personal del Fondo pueden provocar conflictos, obligando a los países a prescindir de esos servicios y a buscar acuerdos alternativos, reduciendo así la eficacia del mecanismo propuesto. Además, como sería menester supervisar constantemente el cumplimiento de las condiciones previas, ajustándolas en caso necesario en respuesta a cambios en los mercados financieros o a otras circunstancias que escapen al control de gobierno del país receptor, la habilitación previa no evitaría las dificultades en las relaciones entre el Fondo y el miembro de que se trate.

Transformar al FMI en un prestamista internacional de última instancia supondría un alejamiento fundamental de las premisas básicas del sistema de Bretton Woods, que estipulaba el uso de controles de capital para hacer frente a la inestabilidad. Cuando se discute sobre un servicio así, su introducción se vincula a menudo a acuerdos concomitantes sobre derechos y obligaciones respecto de los movimientos internacionales de fondos, junto con un compromiso básico de liberalizar la cuenta de capital. Este distanciamiento de los acuerdos de Bretton Woods resulta particularmente notable en el informe de la Comisión Meltzer, que prácticamente propone, entre otras cosas, que cesen todos los otros tipos de préstamos del FMI, inclusive aquéllos para financiar la cuenta corriente. Un cambio tan drástico en el carácter de los

préstamos del Fondo, desde la financiación de la cuenta corriente a la cuenta de capital, conduciría a una mayor segmentación de sus miembros, con consecuencias para su modo de dirigirlo y su carácter universal. En realidad, como ha señalado un ex Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, sólo un pequeño número de economías emergentes relativamente prósperas quedarían habilitadas para recibir una financiación de prestamista de última instancia¹⁰.

Además, en esas propuestas, la gran mayoría de los países en desarrollo quedaría excluida de la financiación multilateral. La Comisión Meltzer adujo a lo largo de toda su discusión de las políticas de préstamos tanto del FMI como del Banco Mundial que la financiación de la cuenta corriente de los países en desarrollo debería hacerse en principio por los mercados privados. Sin embargo, no siempre cabe confiar en ellos para que desempeñen esa tarea adecuadamente. Uno de los objetivos iniciales del FMI era facilitar financiación a corto plazo cuando las reservas no dieran abasto para atender las necesidades de la cuenta corriente derivadas de perturbaciones temporales en el comercio, mientras que el Banco Mundial satisfaría la financiación a más largo plazo en materia de reconstrucción y desarrollo. En cuanto a los desequilibrios temporales en los pagos, se convino en que era menester una financiación a corto plazo para evitar recortes agudos en la absorción interna o ajustes perturbadores en los tipos de cambio. Aun cuando se consideraba que los efectos de esos trastornos eran más duraderos, se estimaba necesaria la financiación del FMI para permitir ajustes ordenados. La experiencia muestra que los mercados financieros muchas veces dejan de atender a esas necesidades, ya que tienden a ser procíclicos, con el resultado de que las líneas de crédito se cancelan justo cuando más se necesitan. Habida cuenta de la mayor inestabilidad del medio comercial y financiero exterior de los países en desarrollo, una reforma de las instituciones de Bretton Woods debería intentar mejorar, más que eliminar, la financiación anticíclica y para casos de emergencia de las transacciones por cuenta corriente.

Habida cuenta de la mayor inestabilidad del medio comercial y financiero exterior de los países en desarrollo, una reforma de las instituciones de Bretton Woods debería intentar mejorar, más que eliminar, la financiación anticíclica y para casos de emergencia de las transacciones por cuenta corriente.

F. El ordenamiento de las finanzas internacionales

Hay ciertamente dificultades conceptuales y técnicas para diseñar unos mecanismos mundiales eficaces de prevención y gestión de las inestabilidades y crisis financieras. Esas dificultades también se encuentran al establecer unas redes financieras de seguridad nacionales, y explican por qué resulta imposible un sistema a toda prueba. En el plano internacional existe, además, el problema de que todo mecanismo de control e intervención tendría que ser compatible con la soberanía nacional y conciliarse con la diversidad entre las naciones. Las limitaciones políticas y los conflictos de intereses, incluidos aquéllos entre los propios miembros del G-7, más bien que problemas teóricos y técnicos, parecen ser el principal motivo de que la comunidad internacional no haya sido capaz de avanzar mucho en el establecimiento de unos acuerdos mundiales eficaces.

Hasta ahora los principales países industriales no han estado muy dispuestos a establecer un régimen multilateral de financiación internacional que se asiente en unos pocos principios básicos, prefiriendo en su lugar un fortalecimiento del papel de los sistemas financieros de los países deudores en la prevención de las crisis, y favoreciendo un enfoque diferenciado, caso por caso, para intervenir en ellas. Este modo de proceder no sólo ha creado una asimetría entre deudores y acreedores, sino también ha dejado demasiado margen discrecional a los grandes países acreedores, en razón de su influencia en las instituciones financieras internacionales. Ha mantenido fuera del programa de reforma muchos asuntos de interés inmediato para los países en desarrollo, que se examinan en los siguientes capítulos. No obstante, un sistema basado en normas también suscita inquietud en los países en desarrollo; con la actual distribución del poder en la dirección de las instituciones mundiales, ese sistema probablemente reflejaría los intereses de los países mayores y más ricos, y no corregiría el desequilibrio entre deudores y acreedores internacionales. Ese sesgo contra los países en desarrollo ya existe en la normativa del comercio exterior, aun cuando las relaciones aquí son más simétricas que en materia financiera.

Si se quiere que las reformas de las actuales estructuras financieras gocen de credibilidad, han de facilitar una mayor influencia colectiva de los países en desarrollo e incorporar un ambiente genuino de cooperación.

Si se quiere que las reformas de las actuales estructuras financieras gocen de credibilidad, han de facilitar una mayor influencia colectiva de los países en desarrollo e incorporar un ambiente genuino de cooperación entre todas las naciones, que tienen muchos problemas diferentes pero comparten el mismo deseo de ver un sistema monetario y financiero internacional más estable. Por ello, lo que se necesita es nada menos que una reforma fundamental del modo de dirigir las instituciones multilaterales¹¹. Las áreas que se necesitan reformar

se examinan en un estudio hecho para el G-24, donde se aduce que la forma de dirigir las instituciones de Bretton Woods debe mejorarse en cuestiones tales como representación y propiedad, rendición de cuentas y transparencia, y adaptación y cambio:

La asignación de cuotas y los correspondientes derechos de los miembros en ambas instituciones ya no reflejan la aplicación de un conjunto coherente y justificable de principios: las cuotas ya no recogen el poder económico y político relativo, y el principio de representación igual, que anteriormente se aplicó mediante la asignación de "votos básicos", se ha visto muy erosionado. Asimismo, la forma de tomar decisiones no se ha adaptado a los cambios en los mandatos de las dos instituciones, cuya labor ahora les lleva a influir más y más en la política económica interna de los países en desarrollo (Woods, 1998: 95).

Si bien, tal como se reconoce en ese estudio, algo se ha hecho para responder a las peticiones de una actuación más transparente, democrática y participativa, las modalidades y procedimientos básicos de la toma de decisiones siguen en buena parte sin cambiar. Así, mientras que los países desarrollados representan sólo el 17% de todos los votos en las Naciones Unidas, el 24% en la OMC, y el 34% en el Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola (FIDA), tienen más del 61% en las instituciones de Bretton Woods. Y un solo país tiene prácticamente un poder de veto sobre las decisiones importantes tales como los incrementos de capital o las asignaciones de DEG. Se reconoce por muchos que los procedimientos seguidos para elegir al Director Gerente del FMI y al Presidente del Banco Mundial deberían dar más peso a las opiniones de las

economías en desarrollo y en transición, ya que la razón de ser de esas instituciones ha de encontrarse ahora principalmente en sus mandatos y operaciones con respecto a esas economías. Y lo que es más fundamental, decisiones cruciales sobre asuntos mundiales se toman al margen de los foros multilaterales apropiados en varias agrupaciones de los principales países industriales tales como el G-7 o el G-10, en los que no existe representación o participación de los países en desarrollo. Consiguientemente, “nada importante sucede en las organizaciones formalmente constituidas que *tienen* facultades operativas – el FMI, el Banco Mundial, el Banco de Pagos Internacionales – sin el consentimiento previo, y casi siempre el respaldo activo, de los ‘G’ (designación que se usa aquí como abreviatura para designar a todos los grupos y comités deliberativos dominados por los grandes países industriales)” (Culpeper 2000: 5).

La inclusión de los países en desarrollo en las discusiones sobre la reforma de la arquitectura financiera que se celebran al margen de las instituciones de Bretton Woods, concretamente en el G-20 recién creado, es un paso importante acogido generalmente con satisfacción para asegurar una mayor participación en la financiación internacional y un ordenamiento mejor. Sin embargo, aun cuando su primer presidente, el Ministro canadiense de Finanzas Paul Martin, declaró que el G-20 “tiene como mandato explorar prácticamente

Los avances dependerán de la predisposición de los principales países industriales a ampliar el proyecto y el proceso de reformas para que tengan en cuenta también las preocupaciones de los países en desarrollo. Dependerán en no menor medida de las posiciones que adopten éstos.

todos los aspectos de las finanzas internacionales y la posibilidad de abordar algunas de las facetas más visibles y preocupantes de la actual economía mundial integrada”¹², hasta ahora el grueso de su labor no se ha desviado del programa de reforma del G-7, incluido un estado de la cuestión hecho por todos los miembros en lo que se refiere a reducir la vulnerabilidad

a las crisis, una evaluación del cumplimiento por los países de los códigos y normas internacionales, la realización de los llamados informes sobre la transparencia, y un examen de los diferentes regímenes cambiarios y su papel en los países deudores para suavizar las repercusiones de las crisis financieras internacionales (Culpeper, 2000: 19). Asimismo, a pesar del mayor número de miembros del G-20, todavía hay serias limitaciones en la participación y la rendición de cuentas:

financiación adecuada para el desarrollo de esos países y sus poblaciones... Tampoco el G-20 posee ningún mecanismo para informar o para rendir cuentas a la comunidad internacional más amplia, tales como el sistema de elección que existe en el FMI y el Banco Mundial, ni disposiciones para recibir aportaciones no gubernamentales o para la transparencia. (Helleiner, 2000: 13-14).

Se han hecho bastantes propuestas sobre cómo reformar el proceso multilateral y mejorar el número de miembros, la rendición de cuentas y el programa de reformas del G-20. Ciertamente, los avances en esos aspectos dependerán de la predisposición de los principales países industriales a ampliar el proyecto y el proceso de reformas para que tengan en cuenta también las preocupaciones de los países en desarrollo. Dependerán en no menor medida de las posiciones que adopten éstos. Como se dijo antes, entre los países en desarrollo no hay consenso sobre varias cuestiones del programa de reformas. Muchas de las diferencias se refieren a las modalidades de la intervención oficial en el manejo y solución de las crisis financieras. Casi todos los países parecen dar prioridad al acceso a grandes cantidades de una financiación de emergencia como una defensa contra el contagio y la inestabilidad, a pesar de su preocupación por la falta de idoneidad de varios de sus rasgos. En momentos de crisis muchos países parecen poco dispuestos a imponer una moratoria de

su deuda, prefiriendo recibir ayudas oficiales, aunque a menudo se quejen de que sus modalidades y condiciones agravan la crisis, hacen recaer una parte excesiva de la carga del ajuste sobre los deudores y permiten que los acreedores salgan muy bien librados. Esa actitud puede responder en parte al cálculo de que los riesgos de imponer una moratoria son demasiado altos cuando tal acción se considera como una respuesta aberrante a una crisis

(y que sólo han dado hasta ahora contados países).

Parece haber una mayor convergencia de opiniones e intereses sobre las medidas para prevenir las crisis y dirigir la financiación internacional. Entre los objetivos que comparten por lo común los países en desarrollo figuran: un tratamiento más equilibrado y simétrico de deudores y acreedores en lo que atañe a códigos, transparencia y reglamentación; tipos de cambio más estables entre las principales monedas de reserva; una supervisión eficaz por el FMI de la política económica de los grandes países industriales, especialmente con respecto a sus efectos sobre las corrientes de capital, tipos de cambio y flujos comerciales de los países en desarrollo; una condicionalidad menos entrometida; y, sobre todo, instituciones y procedimientos multilaterales más

democráticos y participativos. La eficacia de la reforma del sistema monetario y financiero internacional dependerá en definitiva de la capacidad y voluntad de los países en desarrollo para aunar sus

esfuerzos en torno a esos objetivos comunes, y de la aceptación por los países desarrollados de que esos objetivos son fundamentales para erigir un sistema económico mundial más incluyente.

Notas

1. Para un estudio de esas propuestas véanse *TDR 1998*, Primera parte, cap. IV; Akyüz (2000a); y Rogoff (1999).
2. Para un útil resumen de la historia, estructura, funciones y condición jurídica del BPI, véase Edwards (1985: 52-63). Hasta hace poco los principales accionistas del BPI eran 28 bancos centrales, en su mayoría de Europa occidental, teniendo los de Alemania, Bélgica, Francia, Italia y el Reino Unido más del 50% de los votos. La Reserva Federal de los Estados Unidos participa en reuniones y comités relacionados con el BPI sin ser accionista. Más recientemente el BPI invitó a otros bancos centrales de mercados emergentes a que se convirtiesen en accionistas.
3. Kaufman (1992: 57); y "Preventing the next global financial crisis", *Washington Post*, 28 de enero de 2001, A.17. Véase también el guión de las intervenciones de H. Kaufman para la Reunión Ministerial Extraordinaria del Grupo de los 24, Caracas, febrero de 1998.
4. Véase también secretaria de la UNCTAD (1987), donde se estudia la experiencia de la flotación en el decenio de 1980. En lo que atañe tanto al hiato institucional como al comportamiento de los tipos de cambio, son pocas las variaciones habidas en los últimos 15 años.
5. Williamson (1983) hizo por vez primera esa propuesta.
6. Comunicado del Comité Financiero y Monetario Internacional de la Junta de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional, 24 de septiembre de 2000, Washington, DC: párr. 11.
7. Horst Köhler, Discurso a la Junta de Gobernadores, 55ª Reunión Anual, Praga, 26 de septiembre de 2000.
8. Véanse, por ejemplo, Wolf (2000); Eichengreen y Portes (2000); Summers (2000a); y también el testimonio de L.H. Summers ante el Comité Bancario de la Cámara de Representantes, 23 de marzo de 2000; y Goldstein (2000). Para propuestas similares, véanse las referencias en Rogoff (1999).
9. El concepto pertenece a Gerald Corrigan, citado en Rogoff (1999: 27).
10. L.H. Summers, Testimonio ante el Comité Bancario de la Cámara de Representantes, 23 de marzo de 2000: 14.
11. Para un análisis esclarecedor de las cuestiones relacionadas con el ordenamiento mundial, véase Helleiner (2000).
12. Paul Martin, Discurso en la Comisión Permanente de Asuntos Exteriores y Comercio Internacional de la Cámara de los Comunes, Ottawa, 18 de mayo de 2000.

NORMAS Y REGULACIÓN

A. Introducción

Muchas iniciativas recientes de reforma financiera internacional persiguen el que se acuerden y apliquen normas sobre los principales aspectos de la política económica. Casi todas esas normas se proponen contribuir en definitiva a la estabilidad económica en el plano tanto nacional como internacional. Su principal objetivo y más inmediato es fortalecer los sistemas financieros internos y promover la estabilidad financiera internacional “...facilitando el que los préstamos y las inversiones se decidan con mayor conocimiento de causa, mejorando la integridad de los mercados, y reduciendo los riesgos de perturbaciones financieras y de su contagio” (FEF, 2000a, párr. 23). Para alcanzar esos objetivos, las normas no sólo abarcan el sector financiero, sino también cuestiones relacionadas con la política macroeconómica y los procedimientos para divulgar información. Muchas de esas normas responden a preocupaciones suscitadas por lo ocurrido en las últimas crisis financieras, aunque en bastantes casos también obedecen a iniciativas relacionadas sobre todo con los países industriales y que se basan en acontecimientos de un pasado más distante. Si bien las normas en cuanto tales se proponen promover la estabilidad, su desarrollo también puede contemplarse como parte de un proceso que tiene como finalidad establecer un conjunto de normas mundialmente aceptadas en las esferas monetaria y financiera. Tales normas permitirían que se cumpliera una de las condiciones previas para facilitar apoyo financiero a los países que atraviesan crisis monetarias. En este sentido, son el correlato internacional de las disposiciones nacionales sobre el sector financiero, cuyo cumplimiento es un requisito para recibir financiación de un prestamista de última instancia.

El Foro sobre Estabilidad Financiera (FEF)¹ ha identificado varias normas que considera especialmente pertinentes para fortalecer los sistemas financieros. Varían en el mayor o menor respaldo internacional que han recibido, pero en principio han sido ampliamente aceptadas como requisitos básicos de un buen proceder. Tal como se observa en el cuadro 4.1, las normas cubren las esferas de política económica y transparencia de datos, infraestructura institucional y de mercados, y regulación y supervisión financieras, aspectos que están todos ellos muy vinculados entre sí de muchas maneras. La política macroeconómica, por ejemplo, puede afectar crucialmente a las dimensiones más sectoriales de la estabilidad financiera mediante su impacto sobre el valor del activo y pasivo de las empresas (y así sobre el contexto en el que se lleva a cabo la regulación y supervisión). También puede influir en el sistema de pagos y liquidaciones, que está en el corazón mismo de la infraestructura de los mercados financieros. Del mismo modo, la regulación y supervisión financieras están inextricablemente relacionadas con los procedimientos en materia de contabilidad, auditoría e insolvencia. Las pólizas de seguro frecuentemente acompañan a la inversión o se venden conjuntamente, incrementando así los cauces por los que las perturbaciones afectan al mercado, ya que cada uno de esos servicios financieros puede influir en el otro. E incluso un asunto tan aparentemente autónomo como es el blanqueo de dinero en ocasiones ha supuesto una amenaza para la estabilidad de las entidades financieras².

La lista de las organizaciones que tienen que ver con las normas fundamentales y que figura en el cuadro 4.1 no es exhaustiva, y las propias normas dan

Cuadro 4.1

NORMAS BÁSICAS DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS

<i>Materia</i>	<i>Norma básica</i>	<i>Órgano normativo</i>
Política macroeconómica y transparencia de datos		
Transparencia de las políticas monetarias y financieras	Código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetarias y financieras	FMI
Transparencia de la política fiscal	Código de buenas prácticas sobre transparencia fiscal	FMI
Divulgación de datos	Normas especiales para la divulgación de datos (NEDD) Sistema general de divulgación de datos (SGDD) ^a	FMI
Infraestructura institucional y de mercado		
Insolvencia	Principios y pautas sobre unos sistemas eficaces para afrontar la insolvencia ^b	Banco Mundial
Gobierno de las sociedades	Principios para el gobierno de las sociedades	OCDE
Contabilidad	Normas internacionales de contabilidad (NIC) ^c	CNIC ^d
Auditoría	Normas internacionales sobre auditoría (NIA)	CNIC ^d
Pagos y liquidaciones	Principios básicos para los sistemas de pagos sistémicamente importantes	CSPL
Integridad del mercado	Las cuarenta recomendaciones del Grupo de acción financiera sobre el blanqueo de capitales	FATF/GAFI
Reglamentación y supervisión financieras		
Supervisión bancaria	Principios básicos para una supervisión bancaria eficaz	CBSB
Regulación de los mercados de valores	Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores	OICV
Supervisión de seguros	Principios de supervisión de seguros	AIIS

Fuente: FEF (2000a: 19)

^a Se recomienda que las economías que tienen o podrían tener acceso a los mercados internacionales de capital suscriban las NDDE, que es más estricta, y que todas las demás adopten el SGDD.

^b El Banco Mundial está coordinando una labor que cuenta con una base amplia para desarrollar esos principios y pautas. La Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI), que aprobó en 1997 la Ley Modelo sobre la insolvencia transfronteriza, ayudará a facilitar la aplicación.

^c El CBSB ha examinado las normas internacionales de contabilidad pertinentes, y un grupo conjunto de ese órgano y de la CNCI está estudiando además los aspectos relacionados con la banca de determinadas NCI. La OICV ha analizado 30 NCI y recomendado su empleo en las admisiones a cotización y las ofertas internacionales, complementadas cuando sea menester abordar cuestiones en el plano nacional o regional. El examen por la CNCI de las oportunas NCI sigue su curso.

^d La Comisión de Normas Internacionales de Contabilidad (CNCI) y la Federación Internacional de Contadores (FIEC) se distinguen de otros órganos normativos en que son entidades privadas.

sólo una idea aproximada de las muchas iniciativas que se toman en este particular. Cuando el FEF revisó el programa de normas en marzo de 2000, las 12 materias incluidas eran ya sólo un subconjunto de un grupo más numeroso, cifrado de momento en 64 (FEF, 2000a, párrs. 55-57 y Anexo 8). En la sección B se analiza en lo principal el alcance y contenido de las normas del cuadro 4.1. También se muestran algunas omisiones y varios de los problemas que suscita en la práctica su aplicación. Ello conduce naturalmente a plantearse los sesgos del pensamiento oficial a que obedece la selección de las materias cubiertas por esas iniciativas y el modo asimétrico en que se han planteado. Para ilustrar los puntos fuertes y flacos de ese pensamiento, en la sección C se examinan con algún detalle tres importantes informes de los grupos de trabajo del FEF. La sección D se

ocupa más sistemáticamente de los aspectos de la aplicación y de algunos de los problemas ya abordados en la sección B en el contexto de determinadas normas. Se pasa revista a varios incentivos y sanciones, así como a las conclusiones de un estudio preliminar para examinar lo que realmente avanzan los trabajos. Tal como se dice en la sección E, la contribución de las normas a una mayor estabilidad financiera depende en gran medida de que se incorporen a las pautas por las que se rigen las empresas. Esto a su vez guarda mucha relación con el régimen reglamentario y de supervisión en el que esas pautas se aplican. Sin embargo, las mejoras en este frente adolecen de límites propios, como muestran los ejemplos tomados de una actividad tan fundamental como es la supervisión de los bancos.

B. Contenido de las normas más importantes

Todos los códigos aquí examinados se proponen introducir mejoras en el plano tanto macroeconómico como microeconómico. En buena parte, lo que impulsó a las iniciativas que se examinan en los apartados B.1 a B.3 fueron crisis financieras concretas y perturbaciones sistémicas, casi todas ellas registradas recientemente. Sus principales objetivos son macroeconómicos o sistémicos, aunque también apuntan a comportamientos de agentes económicos específicos. En el caso de los códigos analizados en los apartados B.4 a B.9, el equilibrio entre objetivos macroeconómicos y microeconómicos es diferente, con bastante menos hincapié en los primeros. Además, muchos de los últimos códigos tienen un origen ya antiguo y anterior a las crisis del decenio de 1990. Es su incorporación a un programa mundial de reforma financiera lo que es reciente.

1. *La política macroeconómica y la transparencia de los datos*

El Código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetarias y financieras (FMI, 2000a) señala los criterios de diafanidad deseables en esas políticas. Estos criterios son: claridad de las funciones, responsabilidades y objetivos de los bancos centrales y los organismos financieros distintos del banco central que se ocupan de supervisar diferentes partes del sector financiero; tramitación abierta de la formulación y publicación de las decisiones monetarias y financieras; acceso público a la información sobre esas decisiones; y rendición de cuentas y garantías de integridad del banco central, de los demás organismos financieros y de su personal.

El Código de buenas prácticas sobre transparencia fiscal (FMI, 1998a) se basa en cuatro principios: primero, las funciones y responsabilidades del gobierno tendrían que ser transparentes, y con tal fin debería haber un claro marco legal y

administrativo de la gestión fiscal; segundo, las administraciones tributarias deberían comprometerse a facilitar públicamente información completa y cabal sobre sus actividades; tercero, la preparación, ejecución y publicación del presupuesto debería ser un proceso abierto; y cuarto, la información fiscal debería someterse a un escrutinio público e independiente.

Las Normas Especiales para la Divulgación de Datos se prepararon por el FMI al reconocerse, después de la crisis mexicana, que existían deficiencias generalizadas en muchos de los datos económicos disponibles. Prescribe la información que habría que esperar que hiciesen pública los países que se proponen recurrir a los mercados internacionales de capital sobre los sectores real, fiscal, financiero y exterior de sus economías, y traza pautas mínimas que deberían cumplirse en el calendario y la periodicidad de esa información. Desde que se establecieron, las NEDD se han visto reforzadas al incluirse el requisito de divulgar no sólo los activos que constituyen las reservas, sino también

Las nuevas disposiciones para difundir información de las NEDD no lograron servir de sistema de alerta rápida en el caso de la crisis asiática.

las obligaciones a que están sometidas éstas y otras posibles minoraciones, tales como posiciones cortas en derivados y garantías públicas de deudas contraídas por el sector privado en moneda extranjera. Las NEDD se complementan con el Sistema General de Difusión de Datos (SGDD), que se propone mejorar la calidad de los datos hechos públicos por todos los países miembros del FMI.

La razón de ser de todos estos códigos y normas presenta diversas facetas. La eficacia de las políticas monetaria, financiera y fiscal puede acrecerse si sus objetivos e instrumentos son conocidos por los ciudadanos y si el compromiso del gobierno con esos objetivos goza de crédito. Una buena administración pública requiere en general que el banco central, otros organismos financieros y las autoridades fiscales rindan cuentas. Sin embargo, una de las facetas más importantes de los códigos va más allá de los beneficios en el plano nacional y atañe a prestamistas e inversores internacionales. Aquí, la

idea es que para éstos la transparencia serviría para sopesar y valorar los riesgos con mayor precisión, contribuyendo así a disciplinar la política económica de los países receptores. Asimismo, se espera que la evaluación de los países hecha posible por esos códigos impida el llamado efecto de contagio, por el que una pérdida de confianza en un país se extiende a otros simplemente por pertenecer a la misma categoría o región³.

El que la transparencia de la política macroeconómica puede contribuir a su credibilidad, y al buen gobierno en general, parece incontrovertible. También facilita la supervisión multilateral por parte de organizaciones como el FMI. Comprensiblemente, los códigos se circunscriben en cuanto tales a cuestiones de procedimiento más que a asuntos de fondo, ya que las normas sobre política económica tendrían que ser enormemente complejas si quisieran cubrir toda la amplia gama de situaciones y países. Además, resultaría mucho más difícil llegar en tal caso a un consenso sobre el particular.

En cuanto a esperar que tanto los códigos sobre política macroeconómica como las NEDD permitan mejorar mucho las decisiones de los prestamistas e inversores internacionales, y con ello la asignación de recursos y la disciplina económica de los gobiernos de los países receptores, hay motivos para el escepticismo. Las nuevas disposiciones para difundir información de las NEDD no lograron servir de sistema de alerta rápida en el caso de la crisis asiática. En realidad, se dispuso de bastante información sobre la balanza de pagos de los países afectados, los flujos financieros externos que se dirigían a ellos, su gestión empresarial, las tendencias de sus préstamos internos y de los créditos bancarios a sectores inmobiliarios sobrevalorados, y los principales rasgos de sus activos y pasivos externos (aunque había lagunas en lo que se conocía públicamente de estos últimos, lagunas que el ulterior reforzamiento de las NEDD se propuso colmar). Y si la disponibilidad de datos pertinentes no frenó las corrientes de capital asociadas a la aparición de posiciones financieras exteriores finalmente insostenibles en ciertos países de Asia, lo mismo se aplica a mayor abundamiento al comportamiento de los prestamistas e inversores internacionales en la Federación de Rusia antes de la crisis de mediados de 1998.

Una limitación más fundamental de la posible contribución de la transparencia a la prevención de la inestabilidad financiera radica en la mucha diversidad de las condiciones macroeconómicas que concurren en cada caso y de otros rasgos de la política económica, diversidad que se hizo muy patente en las

recientes crisis financieras. Una característica común de los países afectados por esas crisis era su apertura a las corrientes de capital, si bien había diferencias sustanciales en muchos de sus indicadores macroeconómicos y otros aspectos de sus economías. Esas diferencias atañían a los déficit externos, el alcance de las sobrevaloraciones monetarias, la cuantía de los déficit presupuestarios, la importancia relativa del consumo y la inversión en los auges que precedieron a las crisis, la magnitud respectiva de la deuda exterior de cada país en manos de los sectores público y privado, y la cobertura y eficacia de los regímenes de regulación y supervisión financieras.

Algunos análisis de las crisis financieras recientes también encuentran otras dificultades a la hora de saber hasta qué punto una mayor divulgación de los datos sobre las variables macroeconómicas puede mejorar la estabilidad financiera y, en particular, evitar el efecto de contagio. Los balances nacionales no siempre reflejan las presiones sobre los pagos externos que pueden ejercer los ajustes de las posiciones en derivados que no figuran en ellos ni tampoco se guían siempre por normas contables. Además, tales posiciones, incluso cuando se reflejan en la contabilidad, pueden muy bien borrar las diferencias entre las diferentes categorías de crédito, tales como las que existen entre el que se concede a corto y a largo plazo. Ahora se reconoce por todos que la cobertura transfronteriza y otras prácticas hacen que sea difícil discernir con antelación las líneas de falla del sistema financiero internacional. Tal como se dice en un informe reciente del Foro sobre Estabilidad Financiera:

Algunas de las técnicas empleadas comúnmente en la gestión de riesgos...pueden surtir el efecto de acrecer la volatilidad tanto de los precios como de los flujos en los mercados internacionales de capital...Es decir, los inversores compran o venden activos cuyas características de riesgo e historial de precios se asemejan a otros que se toman como modelo y cuyo mercado es mayor, más líquido o menos sujeto a restricciones y controles. Tal comportamiento es uno de los factores que explican las grandes fluctuaciones de las corrientes de capital a Sudáfrica y a varios países de Europa oriental cuando la crisis asiática (FEF, 2000b, párr. 28).

En el contexto de acontecimientos más recientes se ha señalado cómo los bonos brasileños se convirtieron en un instrumento muy usado por los inversores en los mercados emergentes para cubrir posiciones en la deuda de otros países tales como la Federación de Rusia, Marruecos y la República de Corea.

Una característica común de los países afectados por las recientes crisis financieras era su apertura a las corrientes de capital, si bien había diferencias sustanciales en muchos de sus indicadores macroeconómicos y otros aspectos de sus economías.

2. La supervisión de los bancos

Deficiencias del sector bancario y una inadecuada supervisión⁴ de sus entidades han desempeñado un papel central en las crisis financieras recientes en los países tanto desarrollados como en desarrollo. El reconocimiento del creciente potencial desestabilizador de los efectos transfronterizos de esas crisis -por causa de la internacionalización del negocio bancario- hizo que desde el decenio de 1970 se tomaran iniciativas encaminadas a mejorar la cooperación internacional en la regulación y supervisión de los bancos. En un principio, tales iniciativas se referían sobre todo a los bancos de los países industriales y de los centros financieros transnacionales en respuesta a hechos que pusieron de relieve la inadecuación de la regulación y supervisión de esas entidades. Aquellos hechos inspiraron a buena parte de los esfuerzos posteriores para mejorar la cooperación en esas esferas. Las normas que acabaron surgiendo de tales iniciativas también encontraron una aceptación general de las economías en desarrollo y en transición. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB), -que es el cauce más importante por el que discurren casi todas esas iniciativas- se ocupa cada vez más de fijar las normas internacionales en este particular⁵.

Uno de los principales logros de la ampliación por el CSBB de sus actividades más allá de las preocupaciones de sus países miembros son los *Core Principles for Effective Banking Supervision* (Principios básicos para una supervisión eficaz de los bancos), publicados a finales de 1997. En su preparación, el CSBB colaboró con supervisores no pertenecientes al Grupo de los Diez (incluidas varias economías en desarrollo y en transición). Comprenden siete grandes capítulos: i) condiciones previas de una supervisión bancaria eficaz; ii) autorización y estructura de los bancos; iii) normas y requisitos cautelares; iv) métodos actuales de supervisión; v) requisitos en materia de información; vi) facultades asignadas a los supervisores; y vii) banca internacional. En abril de 1998, el CSBB hizo una encuesta sobre el cumplimiento de los Principios en 140 economías, labor que corrió parejas con estudios análogos del FMI y el Banco Mundial en algunos países seleccionados⁶. Con posterioridad se estableció un Grupo de enlace de 22 miembros⁷ para remitir información al CSBB sobre la aplicación en la práctica de los Principios. Los estudios sobre el cumplimiento y los datos suministrados por el Grupo condujeron a que el CSBB redactara la *Core*

Principles Methodology (Metodología de los principios básicos), publicada en octubre de 1999 (CSBB, 1999a).

El documento sobre metodología se propone servir de guía mediante unos criterios “esenciales” y “adicionales” para que las diferentes partes a las que incumbe esa labor, tales como el FMI, el Banco Mundial, los grupos regionales de supervisión, los bancos de desarrollo regional y las firmas consultoras, pero no el propio CSBB, evalúen el cumplimiento. Además de los criterios específicos relacionados con la supervisión bancaria, también se requiere de los evaluadores que se formen una opinión acerca de la presencia de ciertas condiciones previas más generales sobre asuntos tales como: i) una política macroeconómica sostenible y pertinente; ii) una infraestructura pública bien desarrollada, incluido un corpus adecuado de leyes que cubran, por ejemplo, asuntos como contratos, bancarrotas, garantías y recuperación de préstamos, así como normas contables que se aproximen a las pautas internacionales más reputadas; iii) una disciplina del mercado basada en transparencia financiera, gestión empresarial eficaz y ausencia de intervención pública en las decisiones comerciales de los

bancos, excepto en aplicación de medidas y directrices de conocimiento general; iv) unos procedimientos adecuados de supervisión para afrontar problemas en los bancos; y v) unos mecanismos adecuados de protección sistémica tales como un servicio de prestamista de última instancia o un seguro de los depósitos (o ambas cosas a la vez). Aquellos extremos de la evaluación que se refieren más concretamente a la supervisión bancaria comprenden cuestiones no sólo de procedimiento sino también de fondo (con inclusión, claro está, de las disposiciones cautelares y las normas sobre los propios controles internos de los bancos y su gestión de riesgos recogidas en los documentos del mismo CSBB publicados a lo largo de los años). En lo que atañe a asuntos tales como contabilidad y auditoría y el derecho concursal, los Principios básicos claramente traslapan otras normas de carácter fundamental mencionadas en el cuadro 4.1.

Aquilatar el cumplimiento de los Principios requiere evaluar varias condiciones relacionadas con ellos, como las disposiciones cautelares y otros aspectos del ordenamiento legal, las pautas de la supervisión, los exámenes sobre el terreno y los análisis desde el exterior, los informes de los supervisores y otros aspectos hechos públicos, con indicación de si se cumplen o no. También será menester evaluar la capacidad, recursos y diligencia de los órganos de supervisión y su aplicación efectiva

Unas normas de ámbito internacional pueden hacer que mejoren las disposiciones nacionales, pero muchos aspectos del proceso serán graduales, y no debería perseguirse un objetivo uniforme.

de los Principios. Si se consideran al mismo tiempo las condiciones previas para una supervisión eficaz (mencionadas antes) y los criterios relativos a la propia labor de vigilancia, la labor cubrirá partes sustanciales del derecho mercantil del país de que se trate, sus normas sobre contabilidad y auditoría, y, hasta cierto punto, la calidad de la política macroeconómica del gobierno.

La evaluación de las leyes y reglamentos y de los procedimientos de supervisión sería bastante sencilla, siendo en cambio más complicada la de la capacidad supervisora y su eficacia en la práctica⁸. Así, es hasta cierto punto comprensible que el anexo a la Metodología de los principios básicos, que establece la estructura y procedimientos de los informes de evaluación preparados por el FMI y el Banco Mundial, se centre sobre todo en el primer mosaico de materias y no en el segundo. Sopesar la capacidad supervisora y su eficacia sobre el terreno probablemente sólo será viable con unos estudios extensos y profundos. Esto requeriría una permanencia bastante larga del evaluador en el país estudiado, ya sea de manera continua o girando frecuentes visitas. Si se optase por lo segundo (lo que parece más probable a tenor de los procedimientos habituales de la labor de supervisión del FMI), una evaluación cabal del cumplimiento de los Principios podría llevar años.

En el anexo de la Metodología no se habla de cómo aquilatar las condiciones previas más generales para una supervisión eficaz, pero aquí probablemente será necesario un largo trabajo. En particular, evaluar las muchas dimensiones del ordenamiento jurídico de un país y sus normas sobre contabilidad y auditoría requiere estudiar no sólo las leyes, instrucciones y pautas promulgadas por órganos profesionales (tales como los de los contadores) sino también cómo se aplican y cómo se incorporan en la práctica al modo de proceder⁹. Muchos rasgos de la legislación y de las reglas por las que se rigen las empresas reflejan diferencias históricas y compromisos diversos entre grupos sociales. Unas normas de ámbito internacional pueden hacer que mejoren las disposiciones nacionales, pero muchos aspectos del proceso serán graduales, y no debería perseguirse un objetivo uniforme¹⁰.

En lo que concierne a los países que se evalúan, esa labor a menudo hará recaer una carga adicional sobre una capacidad de supervisión limitada. Con el tiempo, tal capacidad puede aumentarse, pero la formación de un supervisor de bancos suele exigir bastante tiempo. Y una vez entrenado recibirá atractivas ofertas de trabajo del sector privado o incluso del propio FMI o el Banco Mundial (que han estado recientemente incrementando sus plantillas con personas duchos en esa labor). En órganos como el CSBB, el FMI, el Banco Mundial y el Grupo de enlace, no se ignora el problema de los recursos humanos, y se está procurando coordinar las

iniciativas y asegurar que los escasos expertos se usen del modo más eficaz. No obstante, existe realmente el peligro de que la evaluación internacional de la supervisión de los países se haga a expensas del trabajo genuino sobre el terreno.

3. Los pagos y liquidaciones

Los sistemas de pagos permiten transferir fondos entre entidades financieras en su propio nombre y en el de sus clientes, un cometido que hace de tales sistemas una fuente potencial de riesgos sistémicos. Ello se hace patente al considerar las cuatro dimensiones fundamentales de todo proceso de transferencia de fondos de una economía: i) las actividades de los diversos agentes económicos; ii) los mercados financieros de instrumentos y de activos y pasivos; iii) la infraestructura de apoyo, de la que es parte integrante el sistema de pagos; y iv) las condiciones económicas que aglutinan a los mercados y permiten que se compensen entre sí. Las fallas en cualquiera de las tres primeras dimensiones pueden menoscabar los lazos entre los mercados y entre los agentes económicos cuya interdependencia mutua se basa en varias clases diferentes de transacciones y riesgos. Cuando son grandes, esas perturbaciones pueden fácilmente revestir carácter sistémico¹¹. Además, los sistemas de pago también desempeñan un papel esencial en las transacciones de divisas, que son así un interfaz entre los diferentes países¹². De resultas de esos vínculos y semejanzas entre los sistemas de pagos y liquidaciones que intervienen en la transferencia de fondos y las transacciones de otros activos financieros, el cauce principal de las iniciativas internacionales en esta esfera, el Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación (CSPL) del BPI ha ampliado el ámbito de sus competencias más allá de la transferencia de fondos para ocuparse de los sistemas de liquidación de valores y monedas y de los acuerdos de compensación de derivados en divisas (White, 1998: 196-198). Además, las cuestiones específicas de estabilidad que suscita la liquidación de valores son actualmente el tema de un grupo de trabajo conjunto del CSPL y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV)¹³. Aquí la discusión se limitará, sin embargo, a la norma fundamental en materia de pagos y liquidaciones mencionada en el cuadro 4.1.

La iniciativa de desarrollar un marco internacionalmente convenido de principios básicos para el establecimiento, funcionamiento y supervisión de los sistemas de pago y liquidación refleja el creciente reconocimiento de los riesgos que acompañan a unas transacciones cuyo volumen aumenta con rapidez (CSPL, 2000a)¹⁴. Los riesgos principales de esos sistemas son: el *riesgo crediticio*, cuando una parte es incapaz de atender de momento o

en el futuro a sus obligaciones dentro del sistema; el *riesgo de liquidez* (claramente muy relacionado con el anterior, pero no idéntico), cuando una parte no cuente con fondos suficientes para cumplir con sus obligaciones dentro del sistema, aunque pueda hacerlo en una fecha futura; el *riesgo jurídico*, cuando un ordenamiento jurídico inadecuado o incertidumbres en las leyes causen o exacerben los riesgos de crédito o de liquidez; y el *riesgo operativo*, cuando factores tales como disfunciones técnicas o errores operativos provoquen o intensifiquen el riesgo crediticio o el de liquidez. Como ya se dijo, cualquiera de esos riesgos puede acarrear consecuencias sistémicas, ya que la incapacidad de uno de los participantes para cumplir con sus obligaciones dentro del sistema puede tener un efecto dominó sobre la capacidad de que otros participantes satisfagan sus obligaciones y amenazar así, en definitiva, la estabilidad de todo el sistema financiero¹⁵. El propio grupo de trabajo establecido para desarrollar los Principios básicos tuvo que limitarse a los “sistemas de pago sistémicamente importantes”, a saber, aquéllos capaces de desencadenar o transmitir perturbaciones a lo largo de los mercados financieros nacionales e internacionales.

El primer principio básico se refiere al riesgo jurídico y especifica la necesidad de que los sistemas de pagos cuenten con una sólida base legal, requisito éste que vincula sus normas y procedimientos a esferas conexas de la legislación tales como las que versan sobre la banca, los contratos y la insolvencia. El segundo y el tercer Principio atañen a las reglas que permiten a los participantes comprender claramente el impacto del sistema sobre los riesgos financieros. También reconocen la necesidad de definir cómo han de gestionarse el riesgo crediticio y el de liquidez y de determinar las competencias en ese particular. Los riesgos de un sistema pueden verse exacerbados porque se tarde tiempo en hacer la liquidación final o por la índole de los activos usados en los pagos. Así, el cuarto y el sexto Principio especifican la necesidad de una liquidación rápida y de que se empleen activos frente al banco central o que entrañen poco o ningún riesgo crediticio (porque no exista prácticamente riesgo de que quiebre el emisor de los mismos). El quinto Principio requiere un mínimo de solidez en los sistemas multilaterales de compensación¹⁶. El séptimo persigue reducir lo más posible el riesgo operativo al exigir un alto grado de seguridad y fiabilidad en las operaciones. Los Principios octavo, noveno y décimo abordan las cuestiones más generales de la eficiencia y viabilidad de los sistemas (incluida la necesidad del reconocimiento explícito de toda concesión recíproca entre seguridad y eficacia). También estipulan la necesidad de criterios

objetivos y públicos para la participación en el sistema, permitiendo un acceso fácil y abierto y unas disposiciones efectivas, responsables y transparentes acerca de cómo dirigirlo. Los Principios básicos asignan a los bancos centrales la responsabilidad principal de asegurar que los sistemas de pagos cumplan lo que en ellos se establece.

La segunda parte del Informe sobre los Principios entra en pormenores sobre cuestiones tales como la identificación de los sistemas de pago globalmente importantes, las modalidades de su revisión y reforma, los factores estructurales, técnicos e institucionales que deberán tenerse presentes, y la clase de cooperación necesaria entre participantes del sistema, grupos de usuarios y terceros interesados en el proceso de reforma (CSPL, 2000b)¹⁷. También examina ciertos aspectos transfronterizos de los sistemas de pagos. Los Principios ahora están incluidos en el Programa conjunto del FMI y el Banco Mundial de evaluación del sector financiero (PESF)¹⁸. No obstante, la experiencia de los países

industriales indica que la mejora de los sistemas de pagos que persiguen los Principios probablemente exigirá un largo proceso en razón de las muchas y diferentes acciones requeridas y de las muchas y diferentes partes implicadas.

Cabe también preguntarse hasta qué punto una mayor transparencia conduce a más estabilidad financiera.

4. *La contabilidad y las auditorías*

Mejorar la información y la transparencia financiera resulta esencial para la mayoría de las iniciativas sobre códigos y principios, pero en la esfera de la contabilidad y la auditoría del cuadro 4.1 existe la finalidad expresa de armonizar las normas. Mediante su defensa de la divulgación de datos, éstas influyen obviamente en la capacidad de las partes para ponderar los riesgos financieros de las transacciones. La necesidad de una armonización internacional también se debe al crecimiento de las actividades transfronterizas, especialmente de préstamos e inversiones. La Comisión de Normas Internacionales de Contabilidad (CNIC) es el órgano principal competente para promulgar disposiciones¹⁹. Buena parte de su labor reciente ha consistido en llegar a una fórmula de transacción que permita arbitrar un conjunto de normas aceptables tanto para los Estados Unidos como para otros países miembros, y que satisfagan los requisitos de divulgación de datos en la emisión y compraventa de valores en los principales mercados financieros del mundo. Entre los difíciles problemas que aquí se plantean figura cómo conciliar el enfoque lógicamente pluralista de la CNIC con las reglas más específicas y estrictas de los Principios Contables Generalmente Aceptados (GAAP) de los Estados Unidos²⁰.

Si bien las discusiones sobre las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) se refieren mayormente a asuntos muy concretos²¹, es probable que sus consecuencias para el sistema financiero internacional dependan más de que se logre arbitrar unas reglas en materia de auditoría. Y esto también está relacionado con iniciativas paralelas para elevar la calidad de esas reglas. Lo que se persigue con dicha labor atañe a las auditorías tanto internas (es decir, a la evaluación del alcance y la eficacia de la gestión de una empresa, su contabilidad, y la salvaguardia y uso de sus activos) como externas (esto es, la verificación de los estados de cuentas y de los documentos probatorios para determinar la conformidad de los primeros con las normas pertinentes). Las auditorías internas son ahora un requisito legal en varios países, y los comités que tratan de ellas han adquirido a menudo más y más importancia allí donde los cambios en las formas de dirigir las empresas se han traducido en un mayor poder de los consejos de administración a expensas del personal de dirección. Pero son las auditorías externas las que constituyen el objeto principal de las iniciativas internacionales. Aquí los problemas de armonización se refieren en parte a diferencias en las reglas contables con las que se hacen los estados de cuentas, pero también a divergencias en los propios procesos para establecer una normativa sobre las auditorías. Tales divergencias obedecen, por ejemplo, al hecho de que en algunos países esa normativa la establece la profesión de contadores mientras en otros se basa en leyes y reglamentos, o es el resultado de un proceso en el que participan de consuno la profesión y las administraciones públicas. La institución de la que se dice en el cuadro 4.1 que tiene la competencia principal para armonizar en el plano internacional las normas sobre auditorías es la Federación Internacional de Contadores (FIEC)²², que colabora de cerca con otros órganos que también ocupan posiciones clave en esta esfera, tales como la OICV y las correspondientes instituciones de la UE.

Si bien unas normas mejores sobre contabilidad y auditoría pueden contribuir a que prestamistas e inversores decidan mejor gracias a una mayor transparencia, la experiencia reciente pone en guardia contra unas expectativas exageradas en este particular, especialmente a corto plazo. Cabe también preguntarse hasta qué punto una mayor transparencia -que es el principal objetivo final de esa labor- conduce a más estabilidad financiera. Como ha advertido el conocido gestor de inversiones, Warren Buffett, “el trabajo de un contable es registrar y no evaluar”, y “...el mundo empresarial es sencillamente demasiado complejo para que un solo conjunto de

reglas describa la realidad de todas las empresas” (Cunningham, 2000: 196, 202). En el caso de las entidades financieras, las dificultades se multiplican por la celeridad con que activos y pasivo cambian de mano, aun en los casos en que se facilite una buena información. Además, como ya queda dicho, aunque los datos financieros que se habían dado a conocer en varios de los países afectados por las recientes crisis financieras eran incompletos, prestamistas e inversores no carecían de información sobre las variables macroeconómicas fundamentales y el marco económico y jurídico general de esos países. Y si una buena información financiera tuviera efectos tan beneficiosos a la hora de tomar decisiones, ¿por qué prestamistas e inversores no estaban más preocupados por su ausencia, especialmente en vista de las debilidades que resultaban de los datos macroeconómicos disponibles?

Si una buena información financiera tuviera efectos tan beneficiosos a la hora de tomar decisiones, ¿por qué prestamistas e inversores no estaban más preocupados por su ausencia?

5. El gobierno de las sociedades

El funcionamiento de una empresa genera relaciones entre gestores y el consejo de administración, accionistas, acreedores y otros interesados tales como la plantilla, los clientes, los proveedores y la comunidad de la que forme parte. El tema así se remite al marco en el que se fijan los objetivos de la firma y a cómo se determinan los medios para alcanzarlos y para conocer de otro modo el desempeño empresarial. Los *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades* (OCDE, 1999) abarcan cinco materias: i) Protección de los derechos de los accionistas, un apartado en el que se dice que los mercados de control societario deben funcionar de una manera eficaz, transparente y cabal para todos los accionistas; ii) Tratamiento equitativo de los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros, con entrega de todos los datos sin negociación abusiva por cuenta propia ni transacciones con información privilegiada; iii) Reconocimiento y protección del ejercicio de los grupos con intereses en la empresa estipulados por ley y fomento de la cooperación entre ellos y la sociedad de que se trate para crear riqueza, empleo y unas actividades financieramente sólidas; iv) Información precisa y regular acerca de todas las cuestiones referentes a la sociedad, sus resultados, situación financiera, propiedad y funcionamiento, lo que debería comprender una auditoría anual independiente; y v) Un gobierno de la empresa que asegure una dirección estratégica y un control eficaz por parte del consejo de administración, así como la responsabilidad de éste ante la empresa y sus

accionistas (especificándose en este apartado algunas de las funciones esenciales del consejo).

Las empresas se rigen por disposiciones cuyas variaciones entre unos países y otros obedecen a diferencias en el derecho de sociedades, por ejemplo en la importancia relativa de la empresa familiar frente a la gran sociedad anónima, o en las normas en vigor sobre la primacía de objetivos empresariales a veces contradictorios, tales como la permanencia de la firma en el largo plazo, por un lado, y su valor para los accionistas, por el otro. Esas variaciones societarias, a su vez, reflejan por lo general disparidades en la historia de cada país y en el consenso político y social que fue implantándose en su transcurso²³.

En su preámbulo, los Principios de la OCDE reconocen que no hay un solo modelo de buen gobierno empresarial y ellos mismos revisten un carácter bastante general. Eluden pronunciarse sobre los aspectos más polémicos de las relaciones entre las empresas y sus prestamistas e inversores, tales como los niveles apropiados de apalancamiento. También evitan dar reglas más detalladas sobre el mercado donde se dirime el control de las empresas. No obstante, subsiste el peligro de que la asistencia técnica y la labor de evaluación asociadas a la promulgación de esos Principios -actividades en las que también participan otras organizaciones como el Banco Mundial- estén sesgadas hacia conceptos vinculados a determinados modos de dirigir una empresa, muy en particular en los Estados Unidos y el Reino Unido.

Acercas de las posibilidades de que unas empresas mejor dirigidas contribuyan a la estabilidad financiera, parece de rigor una conclusión similar a la que se indicó al hablar de auditorías y contabilidad. De los avances en esa esfera cabe esperar decisiones más acertadas, pero si aquéllos se basan en principios semejantes a los enunciados por la OCDE, es probable que el progreso sea gradual. Además, el que mejoren las decisiones de ese modo sólo tendrá efectos limitados sobre la inestabilidad, que es el resultado de fuerzas que el buen gobierno de las sociedades puede mitigar pero no eliminar. Entre esas fuerzas figuran las presiones sobre quienes en las entidades financieras se ocupan de los préstamos para que se alcancen los beneficios propuestos (problema éste crónico, pero que sigue sin abordarse satisfactoriamente en casi ninguno de los controles internos de esas empresas), las deficiencias de que

adolecen incluso las técnicas desarrolladas para dirigir el mercado crediticio y otros riesgos financieros, y los factores psicológicos que explican los comportamientos miméticos y gregarios del sector financiero.

6. La insolvencia

Las reglas sobre insolvencia constituyen una parte tan sustancial del gobierno de las sociedades, tal como éste se definió antes, que han generado trabajos específicos. Es un hecho comúnmente reconocido que los regímenes en materia de insolvencia se caracterizan por deficiencias muy extendidas, o incluso no existen en algunos

ámbitos y países²⁴. En el plano nacional (sobre todo en muchas economías en desarrollo y en transición), tales deficiencias van asociadas a problemas en el cumplimiento de los contratos, a modalidades ineficaces de compensación de activos y pasivos o de créditos y débitos y de liquidación de obligaciones pendientes, a disposiciones insatisfactorias sobre las garantías y cauciones de los préstamos, y a contradicciones de la legislación. Todos estos rasgos pueden suscitar serios problemas en determinados aspectos de la valoración de las empresas y de las garantías, y ser una fuente de riesgos financieros sustanciales. Su presencia en los mercados emergentes puede así frenar bastante la inversión financiera.

El papel principal a la hora de arbitrar unas normas sobre insolvencia aceptables en el plano mundial se ha asignado al Banco Mundial, cuyo objetivo es establecer una “matriz integrada” de componentes y criterios para esas normas, donde se señalen los mejores procedimientos existentes²⁵. Esos elementos se proponen complementar el sistema comercial y legal de los países al proponer directrices y modificaciones. El consenso en esta esfera se lograría mediante una serie de trabajos de evaluación y de simposios internacionales sobre la insolvencia. La iniciativa del Banco Mundial se centra sobre todo en los regímenes nacionales de las economías en transición y en desarrollo.

Las aportaciones de ese proceso han conducido a redactar un borrador para su consulta que se propone de tres partes: i) elementos institucionales, reglamentarios y de reestructuración y rehabilitación; ii) diferentes categorías de las condiciones de

Las empresas se rigen por disposiciones cuyas variaciones entre unos países y otros obedecen a diferencias en el derecho de sociedades que reflejan por lo general disparidades en la historia de cada país y en el consenso político y social que fue implantándose en su transcurso.

La insolvencia de una gran sociedad con una amplia red internacional de entidades puede perturbar seriamente las transacciones internacionales.

la insolvencia tales como una insolvencia sistémica y la de bancos y empresas; y iii) una dimensión internacional al incitar a las economías en desarrollo y en transición a tener presentes tanto los mejores procedimientos internacionales como las cuestiones transfronterizas con el fin de facilitar su acceso a los mercados financieros mundiales.

Unas mejores normas en materia de insolvencia guardan con la estabilidad financiera una relación más directa que muchas de las otras cuestiones de que tratan los códigos del cuadro 4.1. Su objetivo principal en este apartado es ayudar a que se atenúen los problemas causados por la insolvencia de determinadas empresas y prevenir unos efectos mayores de contagio. Las beneficiosas consecuencias de esa labor se extienden, claro está, a los préstamos e inversiones en otros países. No obstante, tal como ya se dijo, la iniciativa dirigida por el Banco Mundial se centra en las economías en desarrollo y en transición, aun cuando las insolvencias transfronterizas (es decir, las que afectan a empresas con actividades en más de un país) plantean difíciles problemas de coordinación y contradicciones legislativas también en los países desarrollados. Aquí el peligro es que la insolvencia de una gran sociedad con una amplia red internacional de entidades puede perturbar seriamente las transacciones internacionales. Una amenaza especial es la que plantea la posible quiebra de un gran banco multinacional con jurisdicción nacional en un país desarrollado²⁶. Casi todos los problemas que entrañaría esa quiebra atañen a las dimensiones transfronterizas de la insolvencia, y los intentos de desarrollar unas reglas internacionales actualmente se concentran en otros foros²⁷.

7. La reglamentación de los valores

El documento *Objectives and Principles of Securities Regulation* (Objetivos y principios de la reglamentación de valores), publicado por la OICV en septiembre de 1998, persigue tres grandes objetivos: proteger a los inversores; lograr que los mercados actúen con equidad, eficacia y transparencia; y reducir el riesgo sistémico. Para alcanzar esos objetivos, establece 30 principios sobre las competencias del legislador, la autorregulación, el cumplimiento de las disposiciones sobre valores, la cooperación entre reglas nacionales e internacionales, las responsabilidades de los emisores, las normas sobre planes de inversión colectivos, los requisitos de los intermediarios en los mercados, y la reglamentación del mercado secundario. Los principios explícitamente relacionados con el riesgo sistémico figuran sobre todo en los dos últimos apartados, y se refieren a las normas cautelares y sobre capital de los intermediarios en los mercados,

los procedimientos para afrontar la quiebra de uno de ellos, y unos sistemas de compensación y liquidación de las transacciones de valores que reduzcan al mínimo ese riesgo. En otras palabras, para lograr esto último, los principios ponen el acento en medidas que atañen a las empresas y a la infraestructura de los mercados.

Como resulta lógico en un código producido por una organización mundial de especialistas en la reglamentación de que se trata, esos principios tratan mayormente del funcionamiento equitativo y eficiente de los mercados en cuanto tales. Las conexiones con cuestiones más amplias de política macroeconómica y de actuación en el sector financiero, aspectos ambos que se han asociado a la inestabilidad sistémica en las economías en desarrollo y en transición, se ignoran. Un conjunto más completo y representativo de principios para los mercados de valores -incluidas aquellas cuestiones que han puesto de relieve las crisis recientes en las economías en desarrollo y en transición- debería seguramente abordar algunos aspectos de la cuenta de capital de la balanza de pagos (tales como condiciones apropiadas para el acceso de los extranjeros que hacen inversiones en cartera) y la presencia comercial de instituciones inversoras foráneas.

8. Los seguros

Tradicionalmente, no se considera al seguro como una fuente de riesgos sistémicos. En consecuencia, los objetivos principales de su reglamentación y supervisión son proteger al cliente y abordar los asuntos muy relacionados de la seguridad e idoneidad de las compañías de seguros y de su adecuado desempeño empresarial. Esto entraña cuestiones tales como información, honradez, integridad y competencia de compañías y empleados, unos buenos procedimientos de comercialización, y objetividad a la hora de asesorar a los clientes. Las razones principales para minimizar los riesgos sistémicos del sector del seguro son que el pasivo de las compañías es a largo plazo y no registra altibajos, mientras sus activos se caracterizan por su liquidez. Además, los vínculos recíprocos entre las compañías de seguros y otras empresas financieras son limitados por no desempeñar las primeras papel alguno en compensaciones y pagos y por las dimensiones y profundidad de los mercados donde obtienen sus activos (Goodhart et al., 1998: 14).

Con todo, recientemente se ha cuestionado lo acertado de esa caracterización. Ello se debe en parte al papel cada vez mayor del sector del seguro en los productos relacionados con el ahorro y la inversión y que obedece a los estrechos lazos entre muchas clases de pólizas de seguros de vida y los instrumentos

personales de ahorro o inversión. La reciente expansión se explica también por la tendencia a la agrupación de empresas financieras, donde se ha registrado una participación más extensa de las compañías de seguros en la venta y gestión de fondos de inversión, por una parte, y de bancos en las actividades del seguro, por la otra. Esa tendencia ha incrementado las posibilidades de contagio entre este sector y otras actividades financieras, y, cuando tal cosa implica a grandes empresas, ha agravado las consecuencias adversas que puede producir ese contagio. En el caso de las economías en desarrollo y en transición, debería tenerse presente un peligro más, a saber, que la quiebra de una o más entidades financieras -incluidas aquéllas con intereses sustanciales en los seguros- pueda desencadenar un pánico monetario. La depreciación consiguiente tendría unos efectos desfavorables que se extenderían bastante más allá del sector donde surjan los problemas.

Los aspectos principales de los *Insurance Core Principles*²⁸ (Principios básicos del seguro) son organizar y llevar a la práctica la supervisión del sector, así como las siguientes materias específicas: el buen gobierno de las compañías de seguros, sus controles internos, las normas cautelares, el desempeño empresarial y la supervisión de actividades en otros países. Las reglas cautelares se refieren a la gestión de los activos de las compañías de seguros, la identificación y clasificación del pasivo, las normas sobre requisitos del capital y sobre el empleo, la publicidad y fiscalización de derivados y otras partidas que no figuran en los balances, y el reaseguro como instrumento para contener los riesgos. El principio que trata de las operaciones internacionales persigue que ninguna compañía de seguros que las realice escape a la supervisión, y confirmar que existen disposiciones adecuadas de consulta e intercambio de información entre el país donde estén domiciliadas tales compañías y los supervisores del país receptor. Así, el núcleo de esos Principios es funcional, dejándose para otros foros las cuestiones expresamente relacionadas con la supervisión de los conglomerados financieros (AIIS, 2000a)²⁹.

9. La integridad de los mercados y el blanqueo de dinero

El blanqueo de capitales es uno de los asuntos políticamente más sensibles de los que figuran en los códigos y principios del cuadro 4.1. Es una esfera

donde la supervisión financiera se encuentra directamente relacionada con el cumplimiento de las leyes (incluidas algunas de las manifestaciones más duras de estas últimas), ya que entre las actividades financiadas con dinero blanqueado se encuentran el tráfico de drogas y el terrorismo. A decir verdad, la atención que se presta al blanqueo de capitales refleja en buena parte las dificultades políticas con que tropiezan los principales países desarrollados para afrontar el problema del consumo de drogas. La política adoptada aquí se ha centrado sobre todo en reprimir la producción y el consumo frente a otras posibles alternativas, con el resultado de que los beneficios que reporta una oferta ilegal siguen siendo altos. El blanqueo también guarda mucha relación con la corrupción en los países desarrollados y en desarrollo al usarse para ocultar la magnitud, fuentes y receptores del dinero obtenido de ese modo. No existen todavía estimaciones generalmente aceptadas de la

cuantía del dinero blanqueado en todo el mundo, pero sin duda son cifras muy grandes. El blanqueo ha sido desde siempre un asunto importante en las relaciones entre los países de la OCDE y los centros financieros transnacionales. No obstante, algunos escándalos recientes indican que también es un problema en países con centros financieros tradicionales³⁰.

El principal órgano internacional al que incumbe la tarea de combatir el blanqueo de dinero es el Grupo de Acción Financiera sobre el Blanqueo de Capitales (FATF/GAFI)³¹, que se estableció después de la reunión en la cumbre de 1989 del Grupo de los Siete. Sus miembros son actualmente 29 países (casi todos ellos desarrollados) y dos organizaciones internacionales, a saber, la Comisión Europea y el Consejo de Cooperación del Golfo. En 1990, el GAFI redactó una lista de 40 recomendaciones que se espera adopten sus miembros. En 1996 se revisaron para sacar provecho de la experiencia adquirida y de los cambios en los modos de blanquear dinero (FATF/GAFI, 1999). La aplicación por los países miembros de esas recomendaciones se supervisa de dos maneras: con una labor de autoevaluación que se hace una vez al año y con exámenes periódicos de cada país miembro por sus pares, es decir, por equipos constituidos por los otros miembros. Más recientemente, el GAFI también ha trabajado para determinar qué jurisdicciones se considera que no cooperan en el combate contra el blanqueo de dinero (FATF/GAFI, 2000). Con ello se tienen muchas esperanzas de que la identificación y la consiguiente publicidad promoverán mejoras en los 15 países señalados hasta ahora. Asimismo, sus miembros han

El blanqueo de dinero ha sido desde siempre un asunto importante en las relaciones entre los países de la OCDE y los centros financieros transnacionales. No obstante, algunos escándalos recientes indican que también es un problema en países con centros financieros tradicionales.

convenido en dar directrices a las instituciones financieras establecidas en sus países, requiriéndolas para que tengan especial cuidado en sus operaciones con terceros de esos 15 países, una acción que es probable que entrañe costos adicionales.

Entre las 40 recomendaciones del GAFI figuran las obligaciones siguientes: criminalización del blanqueo del dinero procedente de delitos graves; la identificación de todos los clientes y la existencia de registros apropiados; la obligación de que las entidades financieras comuniquen las transacciones sospechosas a la autoridad nacional competente y de que desarrollen programas para luchar contra el blanqueo de dinero, como controles internos completos y formación del personal; una supervisión adecuada del blanqueo y el intercambio de información entre los supervisores y otras autoridades judiciales y policiales del país; y el fortalecimiento de la cooperación internacional mediante el intercambio de información, asistencia jurídica mutua y acuerdos bilaterales y multilaterales. Existe una relación entre las iniciativas del GAFI y otras dirigidas a los centros financieros transnacionales³². Por ejemplo, las perjudiciales técnicas de evasión fiscal donde se compite para no pagar impuestos recurriendo a los centros financieros transnacionales que han sido objeto de una iniciativa de la OCDE (OCDE, 2000d) son a menudo las mismas que las que se usan para blanquear dinero o

parecidas. De igual modo, la norma de que se conozca al cliente -regla habitual de un régimen eficaz de reglamentación financiera- generalmente cubre el mismo ámbito que los requisitos del GAFI sobre identificación de clientes. No obstante, al igual que en el caso de otros códigos y principios examinados en esta sección, la contribución de las recomendaciones del GAFI a la estabilidad financiera internacional es casi toda ella indirecta.

Las informaciones sobre su participación en blanqueo de dinero han hecho a veces que una entidad financiera quiebre. No obstante, el blanqueo - como también los servicios ofrecidos por los centros financieros transnacionales- ha desempeñado como mucho un papel marginal en las recientes crisis financieras. Sin embargo, al hacer más difícil o costosa la huida de capitales, un mejor control del blanqueo de capitales puede ayudar a que se restrinjan ciertas corrientes de capital potencialmente desestabilizadoras, así como la acumulación de deuda exterior no vinculada a una actividad económica legítima. Pero la eficacia de esa restricción dependerá de la mayor o menor cooperación activa entre los países de donde sale o a donde se dirige el dinero blanqueado. Las normas sobre el blanqueo constituyen, por tanto, un componente esencial del régimen jurídico de las entidades financieras; sin ellas, ese régimen difícilmente podría considerarse eficaz y completo.

C. Influencia y participación en la formulación y aplicación de normas

Desde que las normas se convirtieron en parte integrante de la reforma financiera internacional, se ha hecho mucho hincapié en la importancia de que sean los países afectados los que tengan la “propiedad” de su adopción y aplicación. Se han evacuado muchas consultas como parte del estudio en curso sobre cómo se aplican y se espera que los resultados acaben influyendo en el desarrollo futuro de las propias normas. Esto ha conducido, en ocasiones, a preguntarse si hay equidad. La falta de simetría, particularmente cuando las preocupaciones de los países en desarrollo no se toman en cuenta, también resulta patente en la selección de asuntos sobre los que versan algunas de las normas. Tal cosa parecería reflejar, al menos en parte, divergencias de opinión sobre el funcionamiento del sistema

financiero internacional y sobre las cuestiones que requieren medidas apropiadas.

La “propiedad” guarda relación con lo que los países creen que es su propio interés a la hora de aprobar normas y aplicarlas. Esa percepción puede verse respaldada por el intercambio de experiencias en foros tales como las instituciones financieras multilaterales y los órganos reguladores, lo cual brinda la oportunidad de contribuir a las normas, ajustar los programas de su aplicación a los planes nacionales de reforma financiera, y fomentar y secundar la autoevaluación (FEF, 2000a: 2). Promover la “propiedad” de los países es uno de los objetivos de los programas internacionales sobre aplicación de normas (FMI, 2000e), que discurren

por cauces tales como asistencia técnica, seminarios, y reuniones regionales. En esas actividades también han participado el FMI y el Banco Mundial, instituciones ambas con expertos en la materia, como por ejemplo, supervisores procedentes de los principales países industriales y otros que intervienen en los exámenes de los países hechos por sus pares.

No siempre las asimetrías señaladas antes están presentes ni son fáciles de identificar, ya que muchas veces se entremezclan con supuestos básicos o con las categorías a que se refieren las normas del cuadro 4.1. El sesgo de algunos de los Códigos hacia asuntos que es probable interesen más a los países desarrollados a menudo refleja los orígenes históricos de las iniciativas de que se trata. Gran parte de las actividades transfronterizas relacionadas con esos asuntos se desenvolvían tradicionalmente entre países industriales, siendo la participación de los países en desarrollo algo muy reciente. Sin embargo, a pesar de su creciente prominencia en este particular, ciertas preocupaciones de los países en desarrollo parecen haber sido dejadas de lado durante la formulación de las normas y sus intereses se han ignorado o desatendido en la labor posterior. Además, en parte de la documentación correspondiente, elaborada de consuno con las iniciativas sobre normas -y donde éstas se justifican- se recoge sobre todo la opinión oficial de los principales países desarrollados, como resulta patente en los informes recientes del FEF.

Por ejemplo, el informe del Grupo de trabajo del FEF sobre las corrientes de capital (FEF, 2000b) se centra sobre todo en cómo podrían actuar mejor en la gestión de riesgos y en el logro de más transparencia los sectores públicos y privados de los países que reciben préstamos e inversiones internacionales, a fin de frenar la inestabilidad de esas corrientes³³. En el informe también se señalan varios sesgos o incentivos en la política económica de los países receptores que es probable conduzcan a una dependencia excesiva de los flujos a corto plazo (y, por ende, potencialmente volátiles). Pero ese documento otorga poca importancia al comportamiento de los prestamistas e inversores de los países desarrollados y a los efectos de la política macroeconómica de esos países sobre las corrientes de capital que se dirigen a las economías en desarrollo y en transición. El informe presta mucha atención a que existan mejores estadísticas oficiales y más información financiera y a que se usen por el sector privado de los países receptores. Sin embargo, no llega a suscribir el requisito de que se publiquen datos frecuentes sobre las posiciones importantes a corto plazo en activos denominados en la moneda de

un país y en poder de empresas extranjeras distintas de los bancos (una categoría que comprende los fondos de cobertura), que varios países en desarrollo (y algunos desarrollados) piensan que son una amenaza para la estabilidad de sus mercados cambiarios y financieros.

Del mismo modo, el Informe del Grupo de trabajo sobre instituciones muy apalancadas (IMA)³⁴, en algunas de sus recomendaciones sobre política económica ha tendido a soslayar preocupaciones muy extendidas en algunos países (véase FEF, 2000c). El Grupo distinguía dos grandes grupos de cuestiones suscitadas por las IMA: riesgos sistémicos (del tipo puesto de relieve por el desplome de la entidad Long Term Capital Management (LTCM)), por una parte, y “asuntos relacionados con la dinámica de los mercados” (esto es, la intensificación de la inestabilidad y las amenazas a la integridad del mercado que pueden derivarse de operaciones de IMA en economías “pequeñas y medianas abiertas”), por el otro. Los riesgos sistémicos que pueden causar las IMA preocupan, claro está, a las economías en desarrollo y en transición. Como otros partici-

pantes en los mercados financieros internacionales, por ejemplo, se vieron afectados por los incrementos de las primas de riesgo y la reducción tan grande de la financiación disponible a finales de 1998, cosas ambas a las que contribuyó el hundimiento de la LCTM. No obstante, sus preocupaciones se refieren en especial a los “asuntos relacionados con la dinámica de los mercados”.

El Grupo de trabajo examinó estos últimos asuntos estudiando lo ocurrido en seis economías durante 1998³⁵. Sus conclusiones consistieron más o menos en suscribir las preocupaciones que se habían expresado sobre las IMA. Así, se reconoció la capacidad de esas instituciones de establecer posiciones grandes y concentradas en mercados pequeños y medianos y con ello su posible influencia desestabilizadora. Hubo menos consenso, en cambio, acerca de la importancia de esa influencia en comparación con otros factores durante determinados casos de inestabilidad registrada en diferentes economías en 1998. A conclusiones similares se llegó respecto de la amenaza a la integridad de los mercados que suponen algunas prácticas abusivas atribuidas a las IMA, tales como cuantiosas ventas de moneda en mercados nada líquidos, la difusión de rumores sobre la evolución futura, la divulgación selectiva de información sobre posiciones y estrategias de empresas, y las actuaciones consiguientes en los mercados de diferentes activos dentro de un país y también respecto de distintas monedas, con miras a lucrarse con los movimientos

Ciertas preocupaciones de los países en desarrollo parecen haber sido dejadas de lado durante la formulación de las normas y sus intereses se han ignorado o desatendido en la labor posterior.

de los precios³⁶. Aquí también, se reconoció la capacidad de las IMA para proceder de ese modo, pero hubo menos acuerdo sobre su importancia en distintos países y momentos.

En las recomendaciones del Grupo de trabajo el acento se pone en reducir los riesgos sistémicos que pueden causar las IMA más bien que en los “asuntos relacionados con la dinámica de los mercados”. Las recomendaciones, que se refieren sobre todo al riesgo sistémico, guardan mucha relación con los órganos oficiales y los grupos económicos sectoriales de los principales países industriales estudiados con algún detalle en un anexo al Informe. Entre esas recomendaciones figuran una gestión mejor de los riesgos por parte de las IMA y de quienes tienen transacciones con ellas; una reglamentación mayor de los proveedores de crédito a las IMA; más avances en las prácticas económicas en lo que atañe a aspectos tales como la cuantificación del crédito otorgado y del riesgo de liquidez, la verificación de tensiones, la gestión de las garantías y la valoración externa, así como el establecimiento de una infraestructura del mercado en esferas como la armonización de la documentación, los avalúos y los procedimientos de quiebra. Además, el Grupo de trabajo recomendó que las IMA suministraran una información más completa al público en el contexto de un movimiento encaminado a que las instituciones financieras en general publiquen datos mejores y más comparables sobre los riesgos.

Casi todas esas recomendaciones pueden tener efectos beneficiosos sobre los “asuntos relacionados con la dinámica de los mercados” y sobre el riesgo sistémico. Sin embargo, el Grupo de trabajo se limitó por su parte a dos recomendaciones de particular relevancia para aquellos asuntos. La primera se propone fortalecer la vigilancia en los mercados financieros nacionales con miras a determinar si aumenta el apalancamiento y otros aspectos relacionados con la dinámica de los mercados que pueden requerir medidas preventivas. La segunda recomendación persigue establecer unas pautas de buena conducta en las transacciones monetarias con el apoyo de los principales participantes en los mercados, que examinarían y, cuando fuera menester, revisarían los códigos y directrices existentes en esa esfera a la luz de las preocupaciones expresadas recientemente sobre el modo de operar en tales mercados.

En el trasfondo de esas dos recomendaciones está el reconocimiento de que en la gran mayoría de los mercados financieros emergentes no existen patrones ni códigos de buena conducta, tales como los que suscriben en casi todos los grandes centros financieros las asociaciones profesionales, los grupos sectoriales y los comités de operadores en los mercados. Lo que se propugna es que las grandes instituciones financieras deberían tomar la iniciativa de preparar y promover códigos y pautas para las

jurisdicciones donde actualmente no existan. Para que esa recomendación sea eficaz, no sólo ha de suscitar iniciativas sectoriales del tipo aconsejado, sino también cambios en el modo de actuar en la práctica, incluso aunque códigos y patrones carezcan de peso legal.

Respecto de la vigilancia y transparencia de las posiciones en los mercados, el informe sobre las IMA es más adecuado que el que trata de las corrientes de capital, aunque la forma algo velada que adopta la exposición hace difícil captar con precisión la índole de las diferentes opciones consideradas, así como la opinión del Grupo sobre los pros y los contras de cada una de ellas. La recopilación de información intensiva agregada sobre posiciones en mercados clave no ha sido aceptada alegando razones de viabilidad, costo y dificultades para obtener esos datos³⁷. Las iniciativas nacionales sobre una vigilancia proactiva entre autoridades monetarias, supervisores y participantes en los mercados recibe mayor apoyo del Grupo de trabajo, pero con reservas y dudas sobre cuestiones tales como los costos y beneficios de difundir información sobre las posiciones en las principales monedas de los mercados emergentes y sobre la participación internacional que ello necesitaría. Alguna vigilancia de esa índole (pero de carácter sobre todo informal) presumiblemente ya existe en varios países, pues parece haber sido la fuente de parte de los datos que figuran en el estudio sobre la experiencia de las operaciones de las IMA en seis jurisdicciones. Las reservas más fuertes del informe sobre este particular se formulan respecto de la oportunidad de una mayor vigilancia por parte de las autoridades nacionales en el suministro de moneda nacional, que resulta necesaria para liquidar la gran mayoría de las posiciones especulativas frente a una divisa. Tales reservas se deben principalmente a que el Grupo de trabajo opina que establecer unos procedimientos en toda regla con tal fin constituye un control de capitales.

La inevitable conclusión respecto de las recomendaciones del Grupo de trabajo sobre los “asuntos relacionados con la dinámica de los mercados” es que distan de ser simétricas. Aun cuando reconocen que la preocupación expresada recientemente sobre el proceder de las IMA en esa esfera es legítima, dedican mucha más atención a las obligaciones de transparencia que se exigen a los agentes de las economías en desarrollo como parte de la reforma financiera internacional.

Las asimetrías en los procedimientos de evaluación de las iniciativas sobre normas también se ponen de manifiesto en otro informe del FEF (2000d), como es el de su Grupo de trabajo sobre centros financieros transnacionales (CFT)³⁸. En el contexto de la reforma financiera internacional, existe la preocupación de que, aunque los CFT no parecen haber sido una causa principal de problemas

sistémicos hasta ahora, podrían llegar a serlo en lo futuro. Esto es así por el crecimiento de los activos, del pasivo y de las partidas que no figuran en los balances de las entidades basadas en CFT, así como por las crecientes relaciones interbancarias. Concretamente, se teme que los CFT puedan constituir una fuente importante de contagio. En el mandato del Grupo de trabajo figuraba el que se hiciera un estudio general del uso que se hace de los CFT y, más especialmente, un examen de cómo esos centros cumplen las normas internacionales en materia cautelar y de información, y de cómo observan los acuerdos internacionales sobre intercambio de los datos allegados por la supervisión y de otros relativos a la lucha contra el fraude financiero y el blanqueo de dinero.

Con tal fin, el Grupo de trabajo hizo un estudio de los CFT en el que se proponía aquilatar cómo se cumplían las normas internacionales de supervisión establecidas por el CSBB, la AIIS y la OICV (es decir, las normas sobre bancos, seguros y valores). El estudio se llevó a cabo mediante dos cuestionarios, uno dirigido a supervisores nacionales de 30 grandes centros financieros y el otro a 37 CFT. El primero se proponía recabar opiniones sobre la calidad de la reglamentación y supervisión en aquellos CFT con los que los supervisores nacionales estuvieran hasta cierto punto familiarizados, y sobre la calidad de la cooperación que habían obtenido de los supervisores de esos centros. Con el segundo cuestionario se perseguía allegar información sobre cómo esos CFT actuaban con los supervisores nacionales de los proveedores de servicios financieros que operaban en

sus demarcaciones o desde ellas (es decir, agencias o filiales de proveedores domiciliados en una jurisdicción nacional). El estudio sirvió de base para clasificar a los CFT en tres grupos: i) aquéllos generalmente considerados como cooperativos, con una calidad de supervisión alta, que cumplían en gran parte las normas internacionales; ii) aquéllos que aplicaban procedimientos de supervisión y cooperación, pero donde el desempeño efectivo quedaba por debajo de las normas internacionales y donde había bastante margen de mejora; iii) aquéllos de los que se pensaba que tenían una calidad de supervisión baja y que no cooperaban con los supervisores nacionales (o en los que se daban ambas circunstancias a la vez), y que tenían poco o ningún interés en cumplir las normas internacionales. Sin embargo, varios supervisores de CFT consideraron que los procedimientos seguidos en ese estudio les habían brindado pocas oportunidades para evaluar por su cuenta sus regímenes

reglamentarios y la calidad de su supervisión. Dar a los CFT una oportunidad así habría sido más conforme con el espíritu de las propuestas del informe sobre el programa futuro para evaluar la aplicación de las normas por esos centros. Una de las etapas especificadas es la autoevaluación con la ayuda de supervisores externos (FEF, 2000d: 56-60). Como grupo, los CFT no suscitan muchas simpatías en la comunidad internacional. No obstante, unos avances sin sobresaltos de las iniciativas sobre normas obligan a tener en cuenta la equidad en los diferentes aspectos de su aplicación por todas las partes interesadas³⁹.

Unos avances sin sobresaltos de las iniciativas sobre normas obligan a tener en cuenta la equidad en los diferentes aspectos de su aplicación por todas las partes interesadas.

D. Aplicación, sanciones e incentivos

La aplicación de las normas es un proceso con varias dimensiones y etapas. El primer paso especificado en la estrategia del Grupo especial del FEF (FEF, 2000a, secc. III) es identificar y lograr un consenso internacional sobre las normas. Sigue a ello el establecimiento de un orden de preferencias para que el proceso de aplicación resulte manejable, labor ésta que ha conducido a la lista de normas básicas del cuadro 4.1. Seguidamente será menester trazar planes

de acción en el ámbito nacional. Los agentes primarios implicados aquí son los gobiernos, que en caso necesario consultan a las instituciones financieras multilaterales y a los órganos que establecen las normas y pueden recibir asistencia técnica de índole diversa. Una vez en marcha la aplicación de los planes se someterán a evaluación, en parte por las propias autoridades nacionales competentes, pero también por las instituciones

financieras multilaterales, los órganos normativos y, posiblemente, por otras partes; en esta etapa también se suministra asistencia técnica. Otro elemento del proceso de aplicación es proporcionar información sobre lo que se va haciendo, en particular a quienes participan en el mercado como prestamistas e inversores.

La aplicación se estimula asimismo con sanciones e incentivos de las autoridades y los mercados, con lazos recíprocos entre unas medidas y otras⁴⁰. Un ejemplo sobresaliente del lado oficial es la asistencia técnica ya mencionada. También cabe citar el que se incluya la aplicación de las normas en la labor de vigilancia de la política económica (muy vinculada a las tareas de evaluación) y en las condiciones que se establezcan para la financiación oficial (en especial, la de las instituciones financieras multilaterales), y el que se tome en consideración la observancia de las normas a la hora de elegir a los miembros de los órganos internacionales y al adoptar los países de acogida decisiones sobre reglamentación y supervisión de las entidades financieras de un país en el extranjero. En algunos de esos casos, el Grupo especial del FEF está respaldando acciones ya emprendidas o proponiendo nuevos pasos en esa misma dirección. Pero en otros, las sanciones y los incentivos propugnados no han sido todavía objeto de decisiones oficiales y el propio Grupo ha expresado su preocupación por posibles retrocesos.

En cuanto a las acciones ya emprendidas, la aplicación de normas financieras ahora figura en la vigilancia por el FMI de la política económica a la que se hace referencia en el Artículo IV (que tiene presentes las conclusiones del PESF mencionadas en el apartado B.2). Una de las condiciones para que un país reciba financiación de la Línea de Crédito Contingente del FMI⁴¹ es una evaluación positiva durante las consultas más recientes del Artículo IV de sus pasos para adherirse a normas internacionalmente aceptadas. También parece que hay presiones para vincular la aplicación de las normas a las condiciones que exige el Fondo para facilitar otros servicios suyos. Concretamente, en algunos de sus programas para países figuran medidas encaminadas a que se introduzcan y observen determinadas normas. Por último, en varios países el acceso a su mercado de entidades financieras foráneas ya se condiciona a que exista una supervisión en el país donde estén domiciliadas y cabe esperar que el incentivo propugnado por el Grupo especial reforzará esa condición.

En las sanciones e incentivos oficiales posibles que todavía no se aplican y que no supondrían una ampliación o fortalecimiento de las medidas ya en

vigor figuran varias disposiciones. La participación en órganos como la OICV podría vincularse a la aplicación de normas. Ello, sin embargo, tal como señala el Grupo especial, podría tener el efecto perverso de remover una de las fuentes de presión por los pares. La ponderación de los riesgos al establecer requisitos cautelares sobre el capital para las partes que se endeudan podría hacerse depender de la observancia de normas en las jurisdicciones donde operen. Tal cosa presupone una evaluación eficaz del cumplimiento, que no existe todavía y cuya implantación puede resultar difícil en algunos casos. No obstante, pasos en esa dirección ya figuran en algunas propuestas actualmente en estudio (véase el recuadro 4.1)⁴². La supervisión podría hacerse más estricta y cabría adoptar otras disposiciones reglamentarias sobre las filiales y sucursales de las entidades financieras foráneas cuya supervisión nacional se haga en países donde el cumplimiento de las normas sea escaso. Entre esas disposiciones podrían figurar restricciones a las transacciones entre filiales y mayores exigencias en la identificación de los clientes, por ejemplo. Como el FEF advierte, esto requerirá comunicar a los supervisores de los países receptores toda la información pertinente sobre la observancia de las normas correspondientes. Otro reto sería lograr un nivel de coordinación suficiente para evitar un arbitraje entre los centros financieros en lo que atañe a la reglamentación.

La evaluación de la eficacia e idoneidad de las sanciones por las autoridades y el mercado y de los incentivos para la aplicación de normas ha comenzado ahora. El PESF⁴³ y el Artículo IV del FMI sobre la vigilancia inevitablemente desempeñarán un papel fundamental en el primero de esos aspectos. Entre las cuestiones relativas a la vigilancia figurarían los avances en la aplicación bajo el epígrafe del fortalecimiento del sector financiero más en general. El extenso -y, por tanto, costoso en recursos- proceso de evaluación debería ser objeto en cuanto tal de un análisis continuo por parte de un órgano que tendría que guardar distancias con los evaluadores. Esto podría constituir uno de los cometidos básicos del FEF, un cometido quizá complicado por la participación en ese Foro de importantes instituciones responsables de esa evaluación.

Las sanciones y los incentivos del mercado van a depender mayormente de cómo usen quienes participen en la evaluación de los riesgos la información sobre el cumplimiento de las normas. Tal información se reflejará entonces en las distintas calificaciones de la solvencia crediticia, los diferenciales que tendrán que pagar los prestatarios,

Una de las condiciones para que un país reciba financiación de la Línea de Crédito Contingente del FMI es una evaluación positiva de sus pasos para adherirse a normas internacionalmente aceptadas.

LAS NORMAS DE BASILEA EN MATERIA DE CAPITAL

El Acuerdo de Basilea sobre Capitales de 1988 fue el resultado de una iniciativa para desarrollar normas cautelares más uniformes en el plano internacional respecto del capital requerido por los riesgos crediticios de los bancos. Los objetivos de ese Acuerdo eran fortalecer el sistema bancario internacional y promover la convergencia de las oportunas reglamentaciones nacionales, suprimiendo así desigualdades competitivas entre bancos motivadas por las diferencias en esta esfera. Los puntos fundamentales del Acuerdo eran una medición común del capital que contaba, una misma valoración de los activos de los bancos (incluidos los que no figuran en los balances) en consonancia con los correspondientes riesgos crediticios, y un nivel mínimo de capital determinado por un coeficiente de 8% de capital habilitado respecto de los activos ponderados por su riesgo. En los años siguientes se añadieron varias enmiendas e interpretaciones sobre partes del Acuerdo. En ellas se ampliaba la definición y alcance del capital computado, se reconocía la reducción de riesgos que cabía lograr con compensaciones bilaterales entre activo y pasivo que cumplieran determinadas condiciones, se interpretaba la aplicación del Acuerdo a las compensaciones multilaterales, se autorizaba a que los riesgos se cubrieran con la garantía de valores emitidos por algunas entidades del sector público de países de la OCDE, y se rebajaban las ponderaciones de los riesgos de los créditos otorgados a sociedades de valores reglamentadas. Simultáneamente, el Comité de Basilea prosiguió los trabajos sobre otros riesgos bancarios, cuyo principal resultado en la práctica ha sido hasta ahora la enmienda del Acuerdo de 1988 para cubrir el riesgo de mercado, aprobada en 1996. El Acuerdo de 1988 estaba destinado a los bancos internacionalmente activos de los países miembros del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, pero sus efectos se dejaron sentir pronto en un ámbito más amplio; en 1999 formaba parte del régimen de disposiciones cautelares aplicadas no sólo a bancos internacionales sino también a entidades estrictamente nacionales de más de 100 países.

Desde sus comienzos, el Acuerdo de Basilea de 1988 fue el blanco de críticas sobre extremos tales como el que no tuviera debidamente en cuenta la posible reducción de riesgos mediante la diversificación, la posibilidad de que ésta hiciera que los bancos restringieran sus préstamos, y su evaluación arbitraria e indiferenciada de ciertos riesgos crediticios. En el caso del riesgo país, con contadas excepciones, esa evaluación distinguía únicamente entre los países de la OCDE y los demás, distinguiendo éste del Acuerdo que algunos países en desarrollo consideraban injustificadamente discriminatorio. A raíz de las crisis financieras del decenio de 1990, la contribución del Acuerdo a la estabilidad financiera en general fue objeto de estudio. Preocupaban en especial los incentivos que la ponderación de los riesgos que se hacía en el Acuerdo brindaban a los préstamos interbancarios a corto plazo y que constituyeron un elemento significativo de la volatilidad del capital durante esas crisis.

El Comité de Basilea respondió con una revisión completa del Acuerdo de 1988. Su primera propuesta como consecuencia de esa labor (*A New Capital Adequacy Framework* -Un nuevo marco para la adecuación del capital de los bancos, denominado en lo sucesivo Nuevo Marco), publicado en junio de 1999 (CSBB, 1999b), recoge tres elementos principales o “pilares”: i) normas mínimas sobre capital basadas en ponderaciones que se quiere guarden con el riesgo crediticio mayor relación que las reglas del Acuerdo de 1988; ii) examen por los supervisores de la idoneidad del capital con arreglo a unos principios cualitativos especificados; y iii) disciplina del mercado basada en el suministro de información fidedigna y a su debido tiempo. A principios de 2001 (cuando se terminaba de escribir este *TDR*), se publicó un conjunto revisado de propuestas que se proponía tomar en consideración las observaciones del sector bancario y de sus supervisores en todo el mundo.

El Nuevo Marco contiene dos enfoques básicos de las reglas cuantitativas sobre la adecuación del capital: el planteamiento normalizado y el que se basa en valoraciones internas. Un aspecto fundamental del primero es que al ponderar los riesgos crediticios se recurre a las estimaciones de las agencias de calificación. La propuesta del Nuevo Marco sobre el enfoque basado en la valoración interna es todavía provisional y exigirá salvaguardias adecuadas sobre materias tales como el cálculo de los riesgos y su comparabilidad. No obstante, es probable que tal enfoque constituya una opción en las propuestas revisadas para aquellos bancos con sistemas lo bastante sofisticados como para manejar el riesgo crediticio.

La propuesta del Nuevo Marco de que para ponderar los riesgos crediticios se recurre a las estimaciones de las agencias de calificación ha resultado muy polémica. Tal vez lo más importante es

que hay una opinión muy extendida de que el historial de las principales agencias, especialmente en lo que se refiere a determinar posibles amenazas serias a la capacidad de prestatarios soberanos para atender al servicio de la deuda, no es lo suficientemente bueno para justificar el que se acuda a ellas para ponderar los riesgos. Recientemente ha habido muchas críticas sobre el desempeño de esas agencias durante la crisis asiática de la deuda. Un rasgo notable de esas crisis fue el rápido y sustancial empeoramiento de las calificaciones de algunos de los países afectados. Así, una de las principales preocupaciones en este particular es que si los anuncios por las agencias de la solvencia crediticia simplemente corren parejas con la situación de los mercados o, lo que es peor, en realidad van a la zaga de esa situación, pueden exacerbar las fluctuaciones de los mercados crediticios y con ello las crisis financieras. Recurrir a las valoraciones de las agencias para ponderar los riesgos podría traducirse en que las nuevas normas sobre capital acrecienten en ocasiones la inestabilidad de los préstamos bancarios.

Los estudios estadísticos¹ de los efectos sobre el costo del endeudamiento de los países de los anuncios de las agencias acerca de la solvencia crediticia muestran una gran correlación entre tales anuncios y los diferenciales de los bonos denominados en dólares respecto de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos con igual vencimiento. Pero la mera correlación no zanja la cuestión del papel que desempeñan las agencias cuando las condiciones crediticias fluctúan. Sólo si esas agencias anunciaran cambios en la solvencia antes de que se modificase la situación de los mercados resultaría razonable atribuirles una capacidad efectiva *ex ante* para valorar el riesgo. Sin embargo, los resultados de los trabajos al respecto no confirman que ello ocurra. A decir verdad, sus conclusiones ayudan a explicar la oposición tan extendida de los medios oficiales a basarse en las estimaciones de las grandes agencias para establecer los niveles mínimos del capital de los bancos (y no sólo en economías en desarrollo y en transición), una oposición que hay que reconocer se da también al parecer en las propias agencias que se muestran renuentes a asumir esa responsabilidad.

Preocupa también que se extienda el uso de las calificaciones de las agencias para los fines de la política económica. Las de las principales agencias ya influyen en la reglamentación de bastantes países. En los Estados Unidos, por ejemplo, se emplean para distinguir entre activos financieros de primera calidad y valores especulativos en varios casos, como en las disposiciones sobre la cartera de bancos y compañías de seguros. No obstante, las propuestas del Nuevo Marco ampliarían sustancialmente la influencia de las grandes agencias de calificación y podrían fácilmente conducir a una mayor reglamentación y supervisión oficiales.

Otras cuestiones se han centrado en la cobertura de las calificaciones de las principales agencias en el contexto de su utilización para ponderar los riesgos crediticios. Incluso en la Unión Europea, según estimaciones provisionales de la Comisión Europea, tal cobertura está limitada a menos de 1.000 empresas. En la India, para tomar un ejemplo de un país en desarrollo, a principios de 1999, de 9.640 prestatarios que se beneficiaban de una financiación por bancos de su capital de explotación, únicamente 300 habían sido calificados por las grandes agencias (Banco de Reserva de la India, 2000: 13-14). Claro está que como ya queda dicho, el Nuevo Marco propone el enfoque basado en valoraciones internas para la ponderación de los riesgos como una alternativa a que se usen las estimaciones de las agencias de calificación por los bancos suficientemente sofisticados. Pero otros pueden seguir teniendo que usar más las ponderaciones de riesgos propuestas en el Nuevo Marco para los prestatarios no calificados por las agencias. En vista del carácter insatisfactorio de esa alternativa, se ha pedido que en las propuestas revisadas del Comité de Basilea se ponga más el acento en el recurso a las calificaciones de agencias nacionales (en contraposición con las grandes agencias internacionales), una propuesta que no está excluida en realidad del Nuevo Marco siempre que esas agencias cumplan ciertos criterios mínimos.

En cuanto a promover una mayor estabilidad de los préstamos bancarios internacionales mediante incentivos para un control más estricto del crédito interbancario a corto plazo, las propuestas del Nuevo Marco siguen considerándose todavía inadecuadas por muchos. Tal cosa se explica porque en una de las opciones para ponderar los riesgos crediticios, los préstamos con un vencimiento original de hasta seis meses a bancos con una amplia gama de calificaciones recibirían una ponderación más favorable que aquéllos con vencimientos más largos (con sujeción a un tope). A la luz de la experiencia reciente, podría ciertamente requerirse un enfoque más restrictivo de los créditos interbancarios a corto plazo.

¹ Estos estudios se resumen en Cornford (2000b, secc. VI. A).

los límites al crédito, y otras decisiones sobre préstamos e inversiones. Para que tales sanciones e incentivos funcionen, los requisitos básicos son que los participantes en el mercado: i) estén familiarizados con las normas internacionales; ii) consideren pertinentes estas normas para evaluar los riesgos; iii) tengan acceso a información sobre su cumplimiento; y iv) usen esa información como insumo en su evaluación de riesgos (FSF, 2000a). La asistencia oficial a la aplicación de sanciones e incentivos puede hacerse promoviendo la difusión de información pertinente así como presionando e incitando a quienes operan en el mercado para que sus decisiones tengan en cuenta si se cumplen las normas.

La eficacia de las sanciones e incentivos del mercado depende de que se apliquen en la práctica. Aunque hasta ahora se cuenta con poca experiencia, el FEF ha recabado información anterior de quienes participan en los mercados para establecer unas conclusiones preliminares sobre esa eficacia y lo ha hecho fundamentalmente mediante un diálogo informal con operadores de 100 entidades financieras en 11 demarcaciones (FEF, 2000e, secc. III)⁴⁴. Esa extensa labor mostró que sólo se tenía un conocimiento limitado de las 12 normas básicas del cuadro 4.1, aunque tal cosa variaba, siendo mayor ese conocimiento en el caso de las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD) y de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC). Pocos operadores tenían presente la observancia de todas esas disposiciones al decidir sus préstamos e inversiones, aunque el que se cumplieran las NEDD influía en las calificaciones crediticias de un país. En general, los participantes en los mercados consideraban menos importante la observancia de las normas que la idoneidad del ordenamiento jurídico y del sistema judicial, el riesgo político (estimado a menudo más primordial que el riesgo en materia de reglamentación o supervisión) o los parámetros económicos y financieros fundamentales. Las agencias de calificación crediticia, que tienden a estar más al tanto de las normas y de las evaluaciones hechas hasta ahora, pensaban, sin embargo, que un acceso directo a las autoridades nacionales les permitía comprender mejor la calidad de la reglamentación y supervisión, la transparencia de la

política económica, y los datos y la infraestructura del mercado⁴⁵.

Sería prematuro evaluar de un modo que no fuera muy preliminar la aplicación de las normas y la eficacia de los incentivos. Nadie ignora los costos potencialmente grandes en términos administrativos de esa aplicación y evaluación. Pero todavía está por ver la eficacia de las medidas propuestas para aliviar tales costos. En el caso de las sanciones e incentivos mencionados antes, muchos sólo están en estudio y no cabe dar por descontada su introducción. La inclusión de las normas en la condicionalidad del FMI está todavía en una fase preliminar, y su implantación sigue suscitando mucha polémica. Es probable que lleve tiempo el que incentivos y sanciones se dejen sentir. Esto se refleja ciertamente en la información sobre la experiencia anterior suministrada por quienes participan en los mercados

Los participantes en los mercados consideraban menos importante la observancia de las normas que la idoneidad del ordenamiento jurídico y del sistema judicial, el riesgo político o los parámetros económicos y financieros fundamentales.

en el sentido de que hay factores que pesan más en sus decisiones que la observancia de las normas. Por ejemplo, la referencia de esos operadores a la importancia primordial de la calidad del ordenamiento jurídico y del sistema judicial - uno de los objetivos de las normas- debería contemplarse a la luz del mucho tiempo que se requiere para que la normativa surta efecto. Consideraciones similares se aplican

en mayor o menor medida al riesgo político (donde los operadores citaron la amenaza de nacionalizaciones y los cambios de dirección de la política económica) y a los parámetros financieros fundamentales. En cuanto a que se tenga presente el cumplimiento de las normas en las decisiones de los participantes en los mercados, existe un problema como el del huevo y la gallina, al menos a plazo mediano. Al tomar en consideración la observancia de las normas a la hora de decidir préstamos e inversiones, se supone que los operadores hacen una contribución importante a esa observancia. No obstante, durante las primeras etapas de tal quehacer, su impacto sobre los determinantes de la solvencia y el clima en el que se desenvuelve la inversión es como mucho todavía superficial. Esto significa que los participantes en los mercados seguirán reputando ese asunto de limitada importancia, lo que hará, por tanto, que tenga poco peso en sus decisiones sobre préstamos e inversiones.

E. Normas, regímenes financieros y estabilidad

Como ya se dijo, las mejoras descritas en secciones anteriores entrañarán grandes cambios en muchos países y su materialización podrá tardar. Esto ocurre sobre todo con las necesarias reformas del marco legal y reglamentario y con su incorporación a las normas sobre el comportamiento empresarial, que es un requisito previo para que den todo su fruto las reformas. La índole gradual y difícil de esa labor para las economías en desarrollo y en transición no debería tomarse como una expresión de su competencia legislativa y administrativa ni de su voluntad política. Por ejemplo, el proceso de desregulación de los sectores financieros en los países de la OCDE o el de la introducción de un mercado único en la Unión Europea para las actividades bancarias y las operaciones con valores - procesos ambos que encontraron obstáculos y limitaciones similares a los que afrontan los regímenes internacionales de normas financieras- requirieron decenios⁴⁶.

El que la eficacia de unas normas más amplias y de las correspondientes reformas legales y reglamentarias tropiece con límites se explica por varias razones. Una de ellas es el arraigo de las normas anteriores, lo que no facilita el que se acepten las consecuencias de la innovación. Además, muchas de las iniciativas recientes apuntan al comportamiento de los agentes económicos y al funcionamiento de empresas y mercados. Unos cimientos más sólidos en ese particular podrían reducir -pero no eliminar- la probabilidad y la magnitud de las inestabilidades sistémicas. La negligencia y el fraude pueden ser más fáciles de detectar cuando se aplican normas, pero no desaparecerán. El hundimiento de Barings a principios de 1995 es un ejemplo del amplio potencial desestabilizador de hechos originados por deslices cometidos en una sola empresa. Y lo que reviste mayor importancia, las crisis sistémicas del sector financiero muchas veces están muy relacionadas con dinámicas macroeconómicas y con acontecimientos internacionales -o registrados en el plano regional dentro de un país- que trascendían de sectores financieros nacionales concretos. Una visión utópica de las normas podría incluir reglas de política económica encaminadas a poner fin a cosas tales como los ciclos de auge y depresión, que históricamente han demostrado ser muchas veces la némesis de los sectores financieros. Pero como ya se

indicó en el apartado B.1, los códigos de buenas prácticas del cuadro 4.1 sobre diversos aspectos de la política macroeconómica tratan de la transparencia y de cuestiones de procedimiento, y no de asuntos de fondo.

La esfera crucial de la supervisión bancaria ilustra las limitaciones de las normas. Un punto de partida natural aquí es que los bancos estén autorizados. En algunos países los criterios pertinentes se proponían desde antiguo asegurar sobre todo niveles adecuados de competencia e integridad en los propietarios y gestores de los bancos. Pero aquel requisito muchas veces persigue también objetivos menos limitados, tales como evitar que haya demasiados bancos, restringir los conglomerados financieros y (en el caso de entidades foráneas) circunscribir la participación extranjera en el sector bancario, o asegurar que la sociedad matriz está bien supervisada en el país de domiciliación. Los objetivos del requisito de autorización de los bancos pueden guardar relación (por lo general estrecha) con la estabilidad bancaria, pero no impiden grandes inestabilidades o crisis en el sector. Otro asunto importante de la supervisión de los bancos es la aplicación de las disposiciones cautelares, muchas de las cuales se proponen asegurar una gestión y unos controles internos adecuados, pero también establecer unas exigencias de capital⁴⁷. Éstas tienen como finalidad principal el que se cuente con un recurso estable que absorba todas las pérdidas en que incurra una entidad, y proteger así los intereses de los depositantes. Cuando guardan relación con el crédito otorgado y los riesgos de mercado también persiguen claramente contribuir a la gestión de los riesgos financieros del activo y el pasivo, así como fijar unos precios adecuados de los diferentes productos y servicios que ofrece un banco. El capital cautelar, al fortalecer a las entidades financieras, reduce la posibilidad de grandes inestabilidades originadas en la quiebra de un solo banco. También aumenta las defensas de esas instituciones contra desequilibrios surgidos en otros países. Sin embargo, su contribución a la estabilidad financiera se detiene aquí. Otras pautas o reglas cautelares se refieren a asuntos tales como la exposición a riesgos cambiarios u otros debidos a la concesión de grandes créditos a un solo cliente o a grupos de clientes relacionados entre sí, una liquidez adecuada, provisiones para fallidos, una información financiera consolidada y

riesgos país. Esas pautas y reglas cumplen los mismos objetivos que el capital cautelar, y su eficacia adolece de iguales limitaciones.

Tales limitaciones se explican, al menos en parte, por las consideraciones que se han hecho sobre las normas en general. La reglamentación del sector financiero está pugnando constantemente por ir a la par de las innovaciones en ese campo, y esa pugna no siempre tiene éxito. Existe así el peligro en todo momento de que actividades o transacciones nuevas, no cubiertas todavía por una normativa adecuada, sean una fuente de inestabilidad financiera. Relacionadas muy de cerca y de muchas maneras con la innovación financiera, están las dificultades -que han adquirido mayor importancia en los últimos años- para lograr la transparencia requerida por la legislación y la supervisión. Los balances de las entidades financieras tienen una calidad cada vez más camaleónica que reduce el valor de la información que suministran a quienes han de regularlas. En consecuencia, es poco probable que las tensiones entre innovaciones y reglamentación eficaz desaparezcan en los mercados financieros modernos. En principio, cabría pensar en un endurecimiento de las reglas lo bastante drástico como para que elimine casi todos los peligros debidos a la innovación. Sin embargo, esas normas más estrictas serían demasiado asfixiantes como para resultar políticamente aceptables en todo país que valore el dinamismo de su sector financiero.

Probablemente el determinante de mayor peso en las limitaciones intrínsecas de la reglamentación y supervisión es que la estabilidad financiera inevitablemente dependerá de la estabilidad macroeconómica en general⁴⁸. Casi todos los activos bancarios son susceptibles de cambios en su calidad como consecuencia de grandes alteraciones de las condiciones económicas. En tanto en cuanto los ciclos de depresiones y auge financieros constituyan un rasgo del sistema económico, también se producirán deterioros imprevisibles en muchos activos de los bancos⁴⁹. Allí donde las crisis bancarias se combinan con crisis monetarias, y las corrientes financieras tanto internas como externas contribuyen a los auges (como en muchos casos recientes de economías en desarrollo), el proceso se ve intensificado por fuerzas similares a las que caracterizan a los ciclos crediticios exclusivamente nacionales. Entre ellas figura el comportamiento gregario de prestamistas e inversores, impulsado en parte por las condiciones mismas que préstamos e inversiones ayudan a crear, pero también por la competencia dentro del sector financiero. Otro factor es la aceptación demasiado presta, por ejemplo, de los resultados de ese comportamiento colectivo, una

mala evaluación de los créditos (a menudo exacerbada en el caso de los flujos financieros transfronterizos por un conocimiento insuficiente de los prestatarios y de la economía del país), y las presiones sobre quienes deciden en los bancos acerca de los préstamos y de las rentabilidades que han de conseguir. Un importante rasgo distintivo de los ciclos de auge y depresión de alcance internacional es el que atañe a otro factor macroeconómico, a saber, el tipo de cambio. Las entradas de capital suelen ser las primeras en llegar en respuesta a los retornos ajustados por el tipo de cambio, al aceptarse el supuesto de una estabilidad cambiaria. Las salidas casi siempre van asociadas a movimientos que contradicen ese supuesto, como una gran depreciación de la moneda. Esto a menudo tiene efectos devastadores sobre el endeudamiento neto y el ingreso de muchos de los agentes económicos del país.

Al reflexionar sobre la interacción entre las inestabilidades financieras de carácter más general y la dificultad para soslayar riesgos, dificultad con la que se tropieza en los controles financieros de los bancos así como en su supervisión, el concepto de “riesgo de concentración latente” (empleado en algunos trabajos recientes sobre el riesgo crediticio para indicar problemas debidos a la correlación imposible de predecir entre las suspensiones de pagos) puede ser esclarecedor. Este concepto también sirve para señalar la relación que existe entre la incertidumbre, por un lado, y las limitaciones de la supervisión de los bancos, por el otro⁵⁰. El riesgo de concentración se afronta tradicionalmente en el contexto de la reglamentación y supervisión bancarias mediante límites a la cuantía del crédito concedido a determinados prestatarios. Para ello, se considera que la definición de un “prestatario” comprende a todas aquellas partes que se caracterizan por vínculos debidos a una misma propiedad, consejeros comunes, garantías cruzadas u otras formas de interdependencia comercial a corto plazo. Pero los ciclos de auge y depresión hacen aflorar los riesgos causados por la concentración latente, al producir un deterioro de la situación económica de clientes que no aparentan estar vinculados entre sí en otros tiempos más normales. A decir verdad, un rasgo común a los ciclos parecería ser la exacerbación del riesgo de concentración latente cuando los prestamistas se mueven en masa hacia una zona o sector antes de salirse de ellos del mismo modo. Hasta cierto punto, ese riesgo puede afrontarse mediante medidas cautelares, tales como requisitos generales de capital y de reservas para hacer frente a los créditos fallidos, pero hay límites a la eficacia de esas medidas.

~~A diferencia de la crisis asiática, no se espera que la desaceleración estadounidense genere unos impulsos expansivos sustanciales en otras partes de la economía mundial.~~ La reglamentación del

Notas

1. El Foro sobre Estabilidad Financiera fue creado por los ministros de Economía y los gobernadores de los bancos centrales del Grupo de los Siete en febrero de 1999 para promover la estabilidad financiera internacional mediante la cooperación y un mejor intercambio de información en materia de supervisión y vigilancia financieras. Sus miembros son las autoridades nacionales competentes de algunos de los países de la OCDE, de Hong Kong (China) y de Singapur, así como las principales instituciones financieras internacionales, los organismos de supervisión y regulación internacionales y los grupos de expertos de los bancos centrales.
2. Un ejemplo de tales peligros fue el de la retirada a gran escala de fondos y la consiguiente quiebra de dos filiales de Deak and Co. (Deak Perera Wall Street y Deak Perera International Banking Corporation) como respuesta a un informe de 1984 de la Comisión Presidencial de los Estados Unidos sobre el crimen organizado en el que se implicaba a Deak Perera en el blanqueo de capitales.
3. Se insiste especialmente en estos argumentos en favor de las normas en Drage, Mann y Michael (1998: 77-78).
4. La diferencia entre regulación y supervisión en lo que atañe a los bancos no es especialmente nítida en los trabajos sobre el particular. Con todo, puede entenderse que la regulación se refiere, a grandes rasgos, a las normas, tanto las que figuran en la legislación bancaria como las referidas a los instrumentos y métodos de las autoridades competentes. La supervisión se refiere a las autorizaciones, la vigilancia interna y externa de las instituciones, los incumplimientos y su sanción, la gestión de las crisis, el funcionamiento de las garantías de los depósitos, y los procedimientos para hacer frente a las insolvencias bancarias. Estas distinciones siguen muy de cerca las que figuran en Lastra (1996: 108).
5. El CSBB comprende representantes de los bancos centrales y de las autoridades supervisoras de Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Luxemburgo, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza. Para una valoración de la aceptación de las normas del CSBB fuera de sus miembros, en relación particularmente con las normas cautelares sobre el capital bancario, véase Cornford (2000b, secc. III).
6. Para una discusión de esas valoraciones del cumplimiento, véase FMI (2000d).
7. Los miembros del Grupo de enlace proceden de Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Chile, China, Commission Bancaire de l'Union Monétaire Ouest Africain, Estados Unidos, Federación de Rusia, Francia, Hong Kong (China), India, Italia, Japón, México, Países Bajos, Reino Unido, República Checa, República de Corea, Singapur y Sudáfrica. Además, están representados la Comisión Europea, el Foro sobre Estabilidad Financiera, el FMI y el Banco Mundial.
8. Esto se recoge en el documento del FMI citado antes sobre la experiencia de los primeros trabajos de evaluación cuando se afirma que por falta de personal y tiempo, tales evaluaciones no son lo bastante profundas para identificar todas las deficiencias soterradas. También resulta difícil aquilatar cabalmente la idoneidad del personal encargado de la supervisión en lo que hace a su número y capacidad, así como la pericia de los banqueros comerciales. Evaluar bien la supervisión de un banco exige detenidos estudios sobre el terreno - con entrevistas a supervisores y banqueros - que se traduzcan en opiniones bien documentadas sobre la capacidad institucional y los logros concretos de los supervisores (FMI, 2000d, párr. 57).
9. En 1996, por ejemplo, antes del estallido de la crisis financiera de Asia oriental, el cociente entre el capital y los activos ponderados por el riesgo en la República de Corea, con arreglo a estimaciones oficiales, era superior al 9%. No obstante, si se hubieran empleado reglas contables más cercanas a las normas internacionales, los préstamos de dudoso cobro para el sector en su conjunto habrían superado todo su capital (Delhaise, 1998: 115). Hacia mediados de los años noventa, en varios países afectados por la crisis, las normas sobre capital del Acuerdo de Basilea de 1988 formaban parte del régimen legal de los bancos (FDR 1998, Primera parte, cap. III, recuadro 3). Sin embargo, en ausencia de reglas adecuadas para valorar los activos de los bancos, esas normas tenían un escaso significado para muchas de las instituciones a las que se suponía debían aplicarse.
10. Para un estudio de las prácticas contables de los bancos y de otras disposiciones reglamentarias en 23 países en su mayoría industriales, que pone de manifiesto la abundancia y el alcance de las deficiencias de los mejores procedimientos internacionales durante la primera mitad del decenio de 1990, véase Cornford (1999: secc. III).
11. Ese marco para analizar las políticas dirigidas a la estabilidad del sector financiero es empleado a

- menudo por William White del BPI (White, 1996: 23).
12. Tradicionalmente, esas transacciones han dependido de los sistemas de pagos nacionales para la transferencia de fondos entre bancos corresponsales de los países cuyas monedas se usan. Por ejemplo, en el caso de una orden de pago transfronterizo emitida entre entidades financieras a través de SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication - una empresa privada que transmite instrucciones financieras en nombre de sus bancos accionistas y de otras categorías aprobadas de instituciones financieras en 88 países), los bancos deben efectuar la compensación y el pago ellos mismos, bien mediante unas relaciones bilaterales mutuas con sus corresponsales, bien transmitiendo las órdenes a los sistemas nacionales para que se transfieran fondos interbancarios. Muchos bancos grandes han introducido un tratamiento directo que enlaza automáticamente su conexión a SWIFT con sus ordenadores conectados al sistema nacional de pagos (BPI, 1997: 482-485). Más recientemente, ha aumentado la liquidación directa de las transacciones de divisas entre diferentes demarcaciones mediante métodos para tramitar los pagos en más de una moneda.
 13. La OICV está integrada por comisiones de valores (tanto oficiales como constituidas con fines de autorregulación) de más de 90 países. Creada en 1984, es una organización privada sin ánimo de lucro, cuyos objetivos principales son una mejor regulación del mercado, el intercambio de información, el establecimiento de normas, y la asistencia mutua con miras a proteger la integridad del mercado.
 14. Para un comentario sobre los Principios básicos y una discusión de los antecedentes de la iniciativa, véase Sawyer y Trundle (2000). (John Trundle, del Banco de Inglaterra, fue el presidente del Grupo de trabajo que diseñó los Principios).
 15. Más en concreto, la iniciativa fue una respuesta a las conclusiones del informe de un grupo de trabajo especial sobre la estabilidad financiera en las economías emergentes de mercado, creado después de la cumbre de 1996 del Grupo de los Siete, donde se estudiaba la función esencial de unos sistemas sólidos de pagos en el desempeño adecuado de las economías de mercado, así como la creciente preocupación sobre el tema entre las propias economías emergentes de mercado. Véase el documento mimeografiado de ese Grupo de trabajo, *Financial stability in emerging market economies: A strategy for the formulation, adoption and implementation of sound principles and practices to strengthen financial systems* (abril de 1997, cap. II).
 16. En un acuerdo multilateral de compensación entre activo y pasivo, un participante compensa sus obligaciones respecto de otros participantes, como grupo, durante un período determinado (normalmente un día), y luego liquida el saldo deudor o acreedor pendiente al final de ese período mediante el agente común establecido en dicho acuerdo.
 17. La parte 2 fue una respuesta a las muchas observaciones suscitadas por la parte 1 de que era menester un mayor detalle en materia de interpretación y aplicación.
 18. Este Programa se propone estudiar la vulnerabilidad de los sectores financieros de los países y establecer un orden de preferencias en las medidas, en parte a la luz de una normativa de esos sectores convenida internacionalmente.
 19. La CNIC fue creada en 1973 por los principales organismos profesionales en el campo de la contabilidad y en la actualidad reúne a más de 130 de esos organismos pertenecientes a más de 100 países. Las entidades afectadas por esas normas internacionales son no sólo los organismos profesionales del ramo, las sociedades internacionales de contabilidad, las empresas transnacionales y otros prestamistas e inversores internacionales, sino también organizaciones sindicales internacionales que se interesan por las actividades empresariales transfronterizas.
 20. Un estudio de 1997 de la Junta estadounidense sobre las normas contables financieras (FASB) encontró 255 diferencias entre las disposiciones de los Estados Unidos y las internacionales, de las que muchas se consideraban importantes. Véase Scott y Wellons (2000: 67). Para una discusión más extensa del *IASC-US Comparison Project*, que fue el origen de esa conclusión, véase Grossfeld (2000).
 21. Los aspectos específicos que se identificaron como los de mayor dificultad para lograr una conciliación y entendimiento entre países en una encuesta de inversores institucionales, empresas, aseguradores y reguladores en la primera mitad de los años noventa (citados en Iqbal, Melcher y Elmallah, 1997: 34) eran los siguientes: la cuantificación del fondo de comercio, los impuestos aplazados, la valoración de las existencias, los métodos de amortización, las reservas voluntarias, el cálculo de los activos fijos, las pensiones, las transacciones en moneda extranjera, los arrendamientos financieros, la consolidación de los estados de cuentas y los requisitos sobre información.
 22. La FIEC se creó en 1977 para promulgar normas internacionales en auditoría y otros temas muy conexos. La FIEC y la CNIC disponen de un acuerdo de "entendimiento mutuo" de estrecha cooperación y consultas, y ser miembro de una de ellas supone serlo automáticamente de la otra.
 23. Este aspecto se ve muy respaldado por un buen número de trabajos monográficos sobre la historia empresarial de los Estados Unidos que figuran en Kennedy (2000, parte 1).
 24. Los acuerdos propuestos más adelante, en la secc. B del cap. VI, para una liquidación ordenada de la deuda transfronteriza dependen para su buen funcionamiento de regímenes nacionales de insolvencia adecuados.
 25. La relación que se hace a continuación se basa en gran medida en Grupo de los Treinta (2000, cap. 2, secc. 1).
 26. Este extremo fue señalado recientemente en una publicación de la OCDE: "La incidencia de las crisis

- bancarias, y los costos que han tenido en los países, son muy notables y las consecuencias sistémicas de la quiebra de grandes entidades tienen un orden de magnitud distinto de las debidas a la quiebra de entidades más pequeñas. En particular, los costos del rescate de una entidad muy grande pueden ser ingentes en relación con los recursos del país en que esté domiciliada... No está claro que si aumenta el tamaño y quizá el ámbito geográfico de una entidad el riesgo de su quiebra sea mayor que antes. Ocurren accidentes, sin embargo, y es probable que las consecuencias sistémicas de las quiebras bancarias aumenten a medida que las entidades se hacen cada vez mayores. La situación es igualmente más compleja en el caso de bancos que operan a escala internacional” (OCDE, 2000c: 138-139).
27. Véase Grupo de los Treinta (2000, especialmente caps. 4-6). Las implicaciones de política económica se revisan en Grupo de los Treinta (1998).
 28. Para una guía más detallada de cómo se aplican los Principios, véase Asociación Internacional de Inspectores de Seguros (AIIS, 2000b). La AIIS es una agrupación creada en 1994 y a la que ahora están afiliados supervisores de más de 100 países.
 29. La tribuna principal en la que se discuten estos temas es el Foro Conjunto sobre Conglomerados Financieros, que fue fundado en 1996 y reúne a representantes de países desarrollados y del CSBB, la OICV y la AIIS. Este Foro ha estudiado varias maneras de facilitar el intercambio de información entre supervisores en sus propios sectores y entre supervisores de distintos sectores, y ha investigado las barreras legales y otras que dificultan ese intercambio entre unos y otros. Ha examinado igualmente más vías para coordinar mejor la supervisión, y está trabajando en unos principios encaminados a inspeccionar más eficazmente aquellas empresas que pertenecen a conglomerados financieros.
 30. Véase, por ejemplo, lo que se dice sobre acontecimientos recientes del blanqueo de capitales en el *Financial Times* de 20 de octubre de 2000, o lo que se comenta de un informe del Subcomité del Senado de los Estados Unidos sobre el uso de los servicios de corresponsales de bancos del país para blanquear dinero en el *International Herald Tribune*, 6 de febrero de 2001. Este periódico reproducía un editorial del *New York Times*, en el que se afirmaba que “los bancos están sin duda alguna preocupados por las restricciones legales que aumentan los costos y desincentivan a los depositantes, en particular en los lucrativos departamentos de banca privada. Pero los Estados Unidos no pueden condenar la corrupción en el extranjero mientras permiten a sus propios bancos beneficiarse de ella”.
 31. Varios otros organismos regionales o internacionales, de manera exclusiva o como parte de sus funciones, también participan en la lucha contra el blanqueo de capitales. Entre tales organismos destacan el Grupo Asia-Pacífico sobre Blanqueo de Capitales (GAP), el Grupo de Acción Financiera del Caribe (GAFC), el Comité PC-R-EV del Consejo de Europa y el Grupo de supervisores de bancos en centros financieros transnacionales.
 32. Quien señaló esos vínculos entre las distintas iniciativas internacionales sobre los centros financieros internacionales fue José Roldán, Presidente del GAFI durante el período de julio 2000-2001, en una entrevista (Roldán, 2000: 21-22).
 33. Para un comentario más detallado de ese informe, véase Cornford (2000a).
 34. Ese informe del FEF se centra principalmente en instituciones grandes y básicamente carentes de regulación caracterizadas por una escasa transparencia, como los fondos de cobertura. Sin embargo, tal como se señala en el informe, no puede establecerse siempre una distinción clara entre las prácticas de tales instituciones y las de otras sujetas a una mayor regulación.
 35. Las seis economías eran Australia, Hong Kong (China), Malasia, Nueva Zelanda, Singapur y Sudáfrica.
 36. Un ejemplo de tal actividad, que atrajo mucha atención en 1998, fue el “doble juego” que supuestamente practicaron algunas instituciones en Hong Kong (China). Esa operación fue descrita como sigue en el informe del Grupo de trabajo (FEF, 2000c, 117): “Algunos participantes en el mercado señalaron que hubo intentos de hacer un ‘doble juego’ en los mercados de acciones y divisas, en virtud del cual se tomarían posiciones a corto en el mercado de acciones (o de futuros de acciones) y seguidamente se venderían dólares de Hong Kong para elevar los tipos de interés y, por tanto, deprimir los precios de las acciones. Algunos otros participantes en el mercado cuestionaron que se adoptara tal estrategia. Cualquier doble juego se habría visto facilitado en aquel entonces por factores institucionales vinculados al tipo de cambio fijo que hacían que los tipos de interés a corto plazo fueran muy sensibles a las variaciones en la base monetaria, y también a una liquidez de mercado reducida como resultado de la crisis asiática. Entre quienes tomaron posiciones a corto plazo en el mercado de acciones figuraban cuatro grandes fondos de cobertura, cuyas posiciones de futuros y opciones suponían alrededor del 40% de todos los contratos de futuros sobre acciones vigentes a principios de agosto, antes de la intervención de la HKMA [Hong Kong Monetary Authority] (no existían entonces límites a las grandes posiciones de futuros sobre acciones ni la necesidad de informar sobre ellas). Los datos sugieren una correlación, aunque bastante imperfecta, en los momentos de establecer las posiciones a corto plazo”. Véase también Yam (1998).
 37. Un grupo de trabajo del Comité sobre el sistema financiero mundial para el estudio de la transparencia en las posiciones agregadas (el grupo Patat), cuyo mandato consistía en determinar qué datos agregados de los mercados financieros podrían copiarse para mejorar su funcionamiento, fue abolido cuando llegó a la conclusión de que “no cabía obtener de manera voluntaria una información suficientemente amplia y oportuna, y que las soluciones legales parecían impracticables” (véase White, 2000: 22).
 38. Como señala el informe (FEF, 2000d: 9), los CFT no pueden definirse fácilmente, aunque cabe caracterizarlos como jurisdicciones que atraen mucha

- actividad de no residentes. En su sentido tradicional, el término supone que se dan total o parcialmente los aspectos siguientes: impuestos bajos o nulos sobre la actividad empresarial o los ingresos de las inversiones; ausencia de retenciones; regímenes débiles y flexibles sobre constitución y autorización de sociedades; regímenes débiles y flexibles de supervisión; uso flexible de conglomerados y otros cauces empresariales especiales; ausencia del requisito de que las entidades financieras y/o las estructuras empresariales tengan presencia física; un grado inapropiadamente alto de confidencialidad de los clientes basado en leyes que protegen un secreto bancario impenetrable; y falta de disponibilidad de incentivos similares para residentes. Puesto que los CFT se dirigen fundamentalmente a los no residentes, el negocio con éstos supera en mucho a las actividades internas. Los fondos que figuran en los libros de la mayoría de los CFT se invierten en los principales mercados monetarios internacionales.
39. Este argumento se expresó de manera elocuente en un reciente editorial de una publicación periódica, *The Financial Regulator*, de la siguiente manera: “La interconexión del sistema financiero mundial ha creado con países pequeños externalidades problemáticas, capaces hoy de hacer mucho daño. Con un gobierno mundial bastante alejado en el tiempo, es probable que tales externalidades resulten difíciles de gestionar. En un futuro previsible, no hay mejor solución que la cooperación internacional. Cuando los países grandes presionan a los pequeños, incluso por el mejor de los motivos, hacen que esa cooperación crucial tenga mala fama. El reto de aquéllos interesados en la estabilidad financiera mundial es encontrar algún modo de negociar una reglamentación mejor sin perjuicio de evitar la mano dura que ahora caracteriza a la actitud frente a los centros financieros internacionales”. Véase “Justice for offshore centres”, *The Financial Regulator*, septiembre de 2000.
40. El término “incentivo” se usa por el FEF en este contexto para designar medidas que comprenden tanto sanciones como incentivos.
41. Para una descripción de las LCC, véase el recuadro 6.3 del cap. VI.
42. El CSBB ha propuesto en su Nuevo Marco para la adecuación del capital (véase el recuadro 4.1) los incentivos siguientes con respecto a la observancia de las normas: i) para quedar habilitado a que sus deudas reciban una ponderación de riesgo inferior al 100%, un país tendría que suscribir las NEDD; ii) las deudas con un banco sólo recibirán una ponderación inferior al 100% si el supervisor bancario en ese país ha aplicado - o ha respaldado y está en vías de aplicar - los Principios básicos para una supervisión bancaria eficaz del CSBB; y iii) las deudas con una sociedad de valores sólo recibirán una ponderación de riesgo inferior al 100% si el supervisor de esa sociedad ha suscrito - y está en vías de aplicar - los objetivos y principios para la regulación del mercado de valores, publicados en 1998, de la OICV.
43. Véase la nota 18 (secc. B.3) *supra*.
44. Las jurisdicciones cubiertas por ese extenso trabajo fueron Alemania, Argentina, Australia, Canadá, Estados Unidos, Francia, Hong Kong (China), Italia, Japón, Reino Unido y Suecia.
45. Con todo, tal como se dice en el recuadro 4.1 (acerca de las propuestas para reformar el Acuerdo de Basilea sobre capitales), todavía sigue discutiéndose cuán eficazmente las agencias han usado ese entendimiento.
46. La desregulación de los tipos de interés en los principales países de la OCDE, por ejemplo, tardó entre siete y más de 20 años en todos ellos, excepto en muy contados casos. El establecimiento de un mercado único de los servicios financieros en la UE requirió más de 30 años (véase Cornford y Brandon, 1999: 11-13).
47. Los requisitos de capital desempeñan una función central en los regímenes nacionales de reglamentación y supervisión cautelares. Tales requisitos también han sido objeto de iniciativas internacionales notables, de la que la más importante es el Acuerdo de Basilea sobre capitales, que está actualmente revisándose a fondo. Véase el recuadro 4.1 sobre las Normas de Basilea.
48. Esta dependencia, claro está, es el vínculo que une a las políticas sectoriales que persiguen la estabilidad financiera y las medidas macroeconómicas, como las que se refieren a la balanza de pagos (entre las cuales, especialmente en las economías en desarrollo y en transición, deberían contarse los controles de las transacciones de capital).
49. El argumento aquí esgrimido sigue muy de cerca el de Akyüz y Cornford (1999: 30-31). Véase también *TDR 1998* (Primera parte, cap. IV, secc. C. 3).
50. Véase, por ejemplo, Caouette, Altman y Narayanan (1998: 91, 240). Las limitaciones de los modelos del riesgo crediticio para estudiar la correlación entre las suspensiones de pagos se examinan en CSBB (1999c, Parte II, secc. 6 y Parte III, secc. 3).

LOS REGÍMENES CAMBIARIOS Y EL ÁMBITO DE LA COOPERACIÓN REGIONAL

A. Introducción

Los regímenes cambiarios de los países en desarrollo y las economías en transición han suscitado cada vez más atención en el debate reciente sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional en vista de su contribución a la vulnerabilidad exterior y a las crisis monetarias y financieras. En los países que están muy integrados en los mercados financieros internacionales, los regímenes de tipo de cambio ajustable (las llamadas paridades blandas) se consideran de forma creciente como la causa principal de los ciclos de auge y depresión de las corrientes financieras. En consecuencia, el consejo que más abunda es que esos países adopten tipos que floten libremente o que asuman con seriedad el compromiso de defender uno fijo, vinculándolo a una moneda de reserva mediante juntas monetarias o adoptando una de ellas como moneda nacional (dólarización); en otras palabras, se les recomienda que apliquen una de las soluciones llamadas “extremas” en contraposición con los regímenes intermedios de paridades ajustables¹. Según algunas estimaciones, casi dos tercios de las economías emergentes de mercado contaban en 1991 con sistemas cambiarios intermedios, pero en 1999 tal proporción había disminuido a 42%, y la de las que utilizaban paridades duras o alguna variante de flotación había aumentado a 58% (Fischer, 2001, fig. 2). Sin embargo, si bien muchos países afectados por crisis financieras en el pasado decenio adoptaron después tipos flotantes, la mayor volatilidad asociada a esos regímenes se ha convertido en un motivo de preocupación. De tal suerte que ahora parece haber mayor interés entre los países en desarrollo y las economías en transición por las paridades duras. Y cada vez más en un sistema financiero mundial muy integrado, se está poniendo en entredicho la

existencia de muchas monedas independientes (Hausmann, 1999).

En las economías emergentes de mercado, los regímenes de paridades ajustables resultan problemáticos cuando los capitales circulan libremente, ya que conducen a ciclos de auge y depresión y a reacciones excesivas de los tipos de cambio. No obstante, ni la flotación libre ni las paridades duras constituyen alternativas viables. Los desajustes monetarios y los vaivenes asociados a los sistemas de flotación pueden tener graves consecuencias para los países en desarrollo con economías pequeñas y abiertas y una deuda exterior relativamente grande denominada en monedas de reserva. Por otra parte, en casi todos los países en desarrollo y economías en transición, vincularse a una moneda de reserva y abandonar la autonomía de la política monetaria puede entrañar costos considerables en términos de crecimiento, empleo y competitividad internacional, costos que superan con mucho las ventajas que ese régimen brinda en estabilidad de precios y tipos de cambio. A estas conclusiones se llega también en un documento sobre los regímenes cambiarios de las economías emergentes de mercado preparado conjuntamente por personal de los Ministerios de Finanzas de Francia y el Japón, con ocasión de la reunión de los ministros del ramo europeos y asiáticos en Kobe, Japón, en enero de 2001:

Nada garantiza que el sistema de juntas monetarias no adolezca de las mismas deficiencias que los regímenes con monedas vinculadas... La estrategia de la flotación libre tiene sus propios costos en razón de la posible volatilidad excesiva y el riesgo de unos beneficiarios parásitos (Ministerio de Finanzas, Japón, 2001: 3-4).

Una consecuencia de esa opinión autorizada es que países en desarrollo con estructura de comercio exterior y una orientación del mercado similares podrían terminar en los extremos opuestos del espectro cambiario, esto es, unos con flotación y otros con tipos de cambio fijos frente al dólar, incluso si comercian mucho entre ellos. En consecuencia, no sólo estarían sus monedas flotando entre sí, sino también sus tipos de cambio bilaterales se verían muy influidos por la evolución general del dólar frente a otras monedas. Habida cuenta de los desajustes y fluctuaciones que caracterizan a los mercados monetarios, ello implicaría cambios erráticos e imprevistos en la posición competitiva recíproca de los países en desarrollo. Cuando hay mucho comercio bilateral, como entre el Brasil y la Argentina, esos cambios pueden influir bastante en sus economías, provocando tensiones en las relaciones comerciales. Dicho en pocas palabras, las soluciones unilaterales extremas pueden arrojar resultados incongruentes para los países en desarrollo considerados en su conjunto.

Lo fundamental es saber si existe un régimen cambiario viable y apropiado para las economías en desarrollo y en transición que están muy integradas en los mercados financieros mundiales cuando las principales monedas de reserva acusan vaivenes y desajustes frecuentes, y cuando la cuantía y celeridad de los movimientos internacionales de capital pueden desbordar muy rápidamente a las autoridades de esos países y acortar el margen de que disponen en su política económica. ¿Cabe esperar que esos países resuelvan sus problemas cambiarios unilateralmente cuando la magnitud, dirección, modalidades y condiciones de las corrientes de capital se ven muy influidas por las medidas adoptadas en los principales países con monedas de reserva, y cuando en los mercados monetarios y financieros internacionales predomina un comportamiento especulativo y gregario? Ciertamente, los controles de los flujos de capital facilitan una gestión prudente de los tipos de

cambio. A decir verdad, unos pocos países, como China, han sido capaces de proseguir con sus sistemas de paridades ajustables sin encontrar problemas serios. Sin embargo, varios mercados emergentes ya han hecho la opción política de integrarse lo más posible en el sistema financiero mundial y no quieren controlar las corrientes de capital. Además, podría ser muy difícil para un solo país resistir a la fuerte tendencia hacia la liberalización de los movimientos de capital, sobre todo si tiene vínculos estrechos con los mercados internacionales por conducto de la IED y el comercio exterior.

Si bien todo esto implica que habría que buscar en principio la solución en el plano mundial, las posibilidades de lograrlo no son muchas habida cuenta de la actitud de las principales potencias sobre los tipos de cambio. Como no es previsible en un próximo futuro un acuerdo mundial para arbitrar un sistema cambiario estable, hay que preguntarse si cabría encontrar soluciones viables en el plano regional. A este respecto, la experiencia posterior a Bretton Woods cuando Europa estableció unos mecanismos para introducir un patrón estable de tipos de cambio intrarregionales, que acabarían conduciendo a una unión monetaria, podría brindar lecciones útiles a las regiones en desarrollo, en particular el Asia oriental y Sudamérica. No obstante, si bien las medidas monetarias regionales y la cooperación en este particular entre los países en desarrollo reportarían ventajas, no resolverían el problema de qué régimen monetario habría que adoptar y cómo cabría lograr la estabilidad cambiaria respecto de las monedas del G-3. Aun con una integración mayor, los países en desarrollo no podrían dejar de prestar atención a sus tipos de cambio con esas monedas. Parece así que los acuerdos regionales entre países en desarrollo tendrían que implicar a los principales países con monedas de reserva o basarse en un régimen común de controles de capital con el fin de conseguir estabilidad y evitar costosas crisis.

Lo fundamental es saber si existe un régimen cambiario viable y apropiado para las economías en desarrollo cuando las principales monedas de reserva acusan vaivenes y desajustes frecuentes, y cuando los movimientos internacionales de capital son extremadamente inestables.

B. Regímenes cambiarios

1. Las paridades blandas

Hace tiempo que quedó establecido que una economía que acepta plenamente el libre movimiento de capitales (o que no consigue controlar de manera efectiva esos movimientos) no puede a la vez fijar su tipo de cambio (en un determinado valor o dentro de una banda estrecha) y aplicar una política monetaria independiente. Todo intento de hacerlo acabará en incongruencias que obligarán al país a abandonar uno de esos dos objetivos. Una opción consistiría en implantar tipos de cambio fijos mediante juntas monetarias o una dolarización sin más a expensas de la autonomía de la política monetaria. Otra sería pasar a tipos de cambio flotantes, eximiendo así a la política monetaria de tener que defender un determinado tipo de cambio (o una banda estrecha). El hundimiento del sistema de Bretton Woods de paridades ajustables, la crisis de 1992-1993 del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) del Sistema Monetario Europeo (SME) y los episodios recientes de crisis en mercados emergentes, todo ello se considera que es el resultado de la incompatibilidad entre la apertura de las cuentas de capital, el afán por unos tipos de cambio estables y una política monetaria independiente.

El sistema de Bretton Woods de paridades ajustables funcionó con muchos controles sobre los movimientos internacionales de capital. Así y todo, las desavenencias entre las modalidades cambiarias y la política monetaria interna de los principales países crearon serios desequilibrios de pagos e incentivos para que el capital se desplazara de unos a otros países, esquivando los controles. Esto acabó conduciendo al desplome del sistema y a la adopción de tipos flotantes. Incluso aunque los tipos de cambio ajustables del SME constituyeron un paso hacia la unión monetaria (paridades duras) y se vieron respaldadas por una amplia cooperación monetaria intrarregional, las incongruencias entre los parámetros macroeconómicos fundamentales y los tipos de cambio provocaron una crisis y el colapso del SME en 1992-1993. La implantación de paridades blandas también se considera que constituye una de las causas primeras de las recientes crisis financieras en economías emergentes de mercado tales como México, Tailandia, Indonesia, la República de Corea, la Federación de Rusia y Brasil.

El paso posterior de esos países a tipos flotantes se interpreta a menudo como el reconocimiento de que las paridades blandas no son viables en países muy integrados en el mercado financiero mundial.

El papel de las paridades blandas como coadyuvante de la fragilidad externa y del desencadenamiento de crisis financieras en economías emergentes de mercado está bien establecido². Casi todas esas economías ofrecen unos tipos de interés nominales superiores a los del mundo industrializado, en buena parte por causa de unas tasas de inflación más altas. Esto crea oportunidades de arbitraje a corto plazo para los inversores y prestamistas internacionales, así como incentivos a las empresas nacionales para que reduzcan sus costos de financiación endeudándose en el extranjero. Por otra parte, sin embargo, al proporcionar garantías implícitas a los deudores y acreedores internacionales, las paridades blandas pueden fomentar préstamos y endeudamientos imprudentes. El riesgo de depreciación no se tiene en cuenta por la estabilidad del tipo de cambio nominal y la confianza suscitada por la rápida liberalización y apertura de la economía. La credibilidad de las paridades así como las oportunidades de arbitraje se ven acrecentadas cuando el país aplica una política monetaria estricta con el fin de reducir la inflación o prevenir un recalentamiento de la economía.

Sin embargo, una paridad nominal con una tasa de inflación más alta también ocasiona una apreciación de la moneda en términos reales y un incremento del déficit en cuenta corriente. Si se deja que aumenten los déficit y los pasivos externos, el riesgo monetario se redoblará rápidamente. Como no existe un compromiso firme de defender la paridad, el empeoramiento de los indicadores fundamentales acabará suscitando esperanzas de una devaluación y provocará una rápida huida de capitales. Esto no sólo crea penurias de liquidez; también obliga a las autoridades monetarias a endurecer su política y a restringir la liquidez aún más. Más pronto o más tarde, la paridad cambiaria se abandona, conduciendo a una caída libre que, juntamente con el alza de los tipos de interés, causa enormes perturbaciones en la economía.

A pesar del riesgo de unas costosas oscilaciones monetarias y de las crisis, muchos países con tasas de inflación relativamente altas se han mostrado a

menudo partidarios de estabilizar el valor interno de sus monedas afianzando su valor exterior al anclarse a una moneda de reserva con un buen historial de estabilidad. Esto es así no sólo en el caso de economías europeas pequeñas y abiertas como Austria, Bélgica y los Países Bajos, sino incluso en el de una gran economía como Italia, que tuvo que hacer frente a varios ataques especulativos contra su moneda y registró perturbaciones durante el proceso de convergencia hacia las tasas de inflación de los países de la UE con los que más comercia. Muchas economías emergentes de mercado, sobre todo en América Latina, también han recurrido a las paridades blandas para reducir la inflación. Aunque resultó difícil lograr una salida ordenada de esas paridades con miras a reajustar sus monedas, resulta notable que esos países consiguieran evitar el retorno de mucha inflación después de las crisis, a pesar de unos pronunciados declives de sus monedas. Por ejemplo, con la introducción en 1994 de un plan de estabilización basado en el tipo de cambio (Plan Real), el Brasil logró reducir su tasa de inflación desde un nivel de cuatro dígitos a otro de un solo dígito en 1998. A pesar de diversos ajustes en el valor del real y de un descenso relativamente rápido de la inflación, la moneda brasileña se había apreciado alrededor del 20% al final del proceso de desinflación. Sin embargo, no fue posible proceder a un reajuste ordenado del tipo de cambio, que se vio sometido a muchas presiones a finales de 1998, en parte por las secuelas de la crisis rusa. Pero después de un alza inicial, la inflación se estabilizó en niveles bajos a pesar de una pronunciada disminución del valor del real frente al dólar (véase *TDR 1999*, primera parte, cap. III, secc. B).

La apreciación suele ser inevitable en los programas de estabilización basados en el tipo de cambio por causa de la resistencia de los precios internos. Fundamentalmente, forma parte de la lucha contra la inflación, ya que una mayor participación en el comercio internacional - que se traduce en precios más bajos de importación y una mayor competencia en los mercados de exportación - ayuda a disciplinar a los productores nacionales y sirve para frenar las demandas salariales. Sin embargo, tales programas se lanzan a menudo sin prestar la debida atención a los posibles problemas de una apreciación monetaria real y sin una clara estrategia de salida (esto es, cuándo y cómo alterar la paridad o el sistema cambiario y reajustar el tipo de cambio). Aunque desde el punto de vista académico puede parecer sencillo restablecer la competitividad internacional ajustando una sola vez el tipo de cambio, esta solución quizá sea políticamente difícil. A decir verdad, los problemas

que plantea encontrar una solución política tienden a subestimarse. Los gobiernos muchas veces son reacios a abandonar la paridad y devaluar después de desplegar muchos esfuerzos para intentar convencer a la gente de que el tipo de cambio fijo ha hecho más bien que mal. También tienen miedo a perder la confianza de los mercados y a tener que afrontar un agudo cambio de signo de las corrientes de capital y un desplome de su moneda.

Habida cuenta del comportamiento gregario de los mercados financieros, esos temores a un aterrizaje duro no siempre son infundados, aun cuando, como se dijo antes, unos acusados declives de la moneda rara vez se traducen en el retorno inmediato de la inflación. Prever una estrategia de salida es arriesgado, ya que no siempre resulta fácil calcular con qué rapidez la inflación disminuirá. El programa turco de estabilización basado en el tipo de cambio de

Los programas de estabilización basados en el tipo de cambio se lanzan a menudo sin prestar la debida atención a los posibles problemas de una apreciación monetaria real y sin una clara estrategia de salida.

diciembre de 1999 contaba con una estrategia de esa índole. No obstante, no logró cumplir su objetivo en materia de inflación y, después de una serie de crisis económicas y políticas, el Gobierno se vio obligado a abandonar la paridad y pasar al otro extremo, esto es, a una flotación, antes de la fecha de salida que se había anunciado (véase el recuadro 2.1 del capítulo II). En Europa, las

disposiciones institucionales del SME que entrañaban una asistencia por parte de los países ancla han ayudado, en varias ocasiones, a introducir los ajustes necesarios en las monedas de los países con paridades vinculadas sin provocar inestabilidad ni contagio (véase *infra*). Sin embargo, esas disposiciones no tienen una réplica fácil en los mercados emergentes que establecen las paridades unilateralmente. El respaldo de las instituciones financieras internacionales podría ayudar a que se logaran salidas ordenadas, pero la experiencia hasta ahora no ha sido muy alentadora³.

Las paridades blandas se usan no sólo para combatir la inflación. En el Asia oriental, por ejemplo, la estabilidad cambiaria era un ingrediente importante de la estrategia de desarrollo de esos países orientada a la exportación y perseguía afianzar la división regional del trabajo en el contexto del progreso en forma de cuña. Por causa de la concentración de las exportaciones asiáticas en los mercados del área del dólar, los tipos de cambio nominales de la región, sin ser fijos, se habían mantenido generalmente estables dentro de una banda del orden del 10% en relación con el dólar desde finales del decenio de 1980. Habida cuenta de sus bajas tasas de inflación, en casi todas las economías del Asia oriental la apreciación de la moneda resultó moderada o casi nula. La

combinación de tipos de cambio nominales estables, crecimiento económico rápido y tasas de interés nominales relativamente altas inspiró confianza y atrajo a inversores y prestamistas internacionales. Con todo, tal cosa hizo que se acumularan unos riesgos monetarios considerables y que hubiera fragilidad financiera externa, lo que acabó traducándose en una salida rápida de capitales, que se contagió a toda la región en razón de los comportamientos gregarios. Incluso en Indonesia, no fue posible un ajuste ordenado de la moneda a pesar de unos buenos indicadores macroeconómicos y de las medidas tomadas por el Gobierno en tiempo oportuno para ampliar la banda monetaria con el fin de detener la especulación contagiosa (*TDR 1998*, primera parte, cap. III; Akyüz, 2000b).

Una forma de sortear estos problemas es recurrir a los controles de las corrientes de capital sin perjuicio de mantener una paridad blanda. El gravar las entradas de capital y exigir unos depósitos de reserva con miras a suprimir las oportunidades de arbitraje a corto plazo puede ayudar a preservar la autonomía monetaria, y cabe aplicar una política de tipos de interés altos sin fomentar las entradas especulativas de capital y una acumulación excesiva de riesgos monetarios. No obstante, cuando la inflación interna sea alta, no podrá evitarse la apreciación monetaria. Esto ocurrirá en particular cuando las paridades se usen para combatir la inflación. En todo caso, una gran mayoría de países en desarrollo se ha mostrado reacia a imponer controles de las entradas de capital durante la fase de auge del ciclo financiero como medio para disuadir las corrientes de arbitraje a corto plazo, por los mismos motivos que es remisa a salir de los tipos de cambio vinculados después de lograr una desinflación. Y, tal como se explica en el capítulo siguiente, todavía están menos dispuestos a imponer controles a las salidas de capital con el fin de estabilizar los tipos de cambio y liberar a la política monetaria de las presiones en los mercados monetarios en momentos de ataques especulativos y crisis.

2. La flotación

¿Constituye la flotación una alternativa viable para los países en desarrollo y las economías de transición? ¿Pueden esos países realmente dejar el valor externo de sus monedas al albur de los flujos internacionales de capital y perseguir con la política monetaria exclusivamente objetivos internos tales como la estabilidad de los precios o el pleno empleo? ¿Hasta qué puntos esos objetivos se verían

menoscabados por la volatilidad excesiva y los desajustes que suelen acompañar a la libre flotación?

Al margen totalmente de cuán apropiado podría ser ese régimen, resulta por varios motivos especialmente inadecuado para los países en desarrollo y las economías en transición así como para los países industriales más pequeños. En comparación con las grandes economías industriales, los países en desarrollo y aquéllos con mercados emergentes dependen mucho más del comercio exterior, cuyas transacciones suelen hacerse en moneda extranjera. Por término medio, la parte del comercio internacional en su producción nacional es dos veces mayor que en los Estados Unidos, la UE o el Japón, de suerte que las repercusiones de la evolución de los tipos de cambio sobre sus condiciones económicas internas – como precios, producción y empleo – son mucho mayores. Además,

esas economías tienen un mayor endeudamiento exterior neto, con una parte mayor del mismo denominado en divisas. Por consiguiente, unos cambios pronunciados en su tipo de cambio tienden a generar dificultades en el servicio de la deuda, así como problemas de liquidez y solvencia. En acusado

contraste, un país como los Estados Unidos puede endeudarse en su propia moneda, transfiriendo así de una manera efectiva el riesgo cambiario a los acreedores⁴.

Se aduce también que casi todas las economías en desarrollo y en transición carecen de instituciones dignas de crédito, y esto por sí mismo ocasiona más volatilidad en los mercados y los tipos de cambio, cosa que se cree ha conducido a un “temor a la flotación” muy extendido entre los mercados emergentes. Por consiguiente, un gran número de esos países que afirma dejar que sus tipos de cambio floten en realidad aplica regímenes intermedios e interviene en las tasas de interés y el mercado monetario para influir en los tipos de cambio. Esta conclusión también contradice el aserto de que los mercados emergentes han ido alejándose de los sistemas de paridades ajustables (Calvo y Reinhart, 2000; Fischer, 2001; Reinhart, 2000).

La experiencia de los principales países industriales con los tipos flotantes durante los años de entreguerras, así como desde que se vino abajo el sistema de Bretton Woods, sugiere que la volatilidad, los vaivenes y los desajustes de los tipos de cambio no pueden atribuirse sin más a la falta de instituciones que gocen de crédito. Más bien son rasgos sistémicos de unos mercados monetarios dominados por corrientes de arbitraje a corto plazo. La experiencia francesa en el decenio de 1920, por ejemplo, fue lúcidamente descrita en un informe de la Sociedad de las Naciones en 1944:

Los peligros de tales movimientos cumulativos y que se intensifican por sí mismos en un régimen de tipos de cambio que fluctúen libremente se advierte de forma clara en la experiencia francesa de 1922-1926. Los tipos de cambio en esas circunstancias no pueden por menos de ser muy inestables, y la influencia de factores psicológicos resultará a veces abrumadora. Los economistas franceses quedaron tan impresionados por esa experiencia que desarrollaron una "teoría psicológica" especial de las fluctuaciones cambiarias, poniendo el acento en el carácter indeterminado de los tipos de cambio cuando se deja que encuentren su propio nivel en un mercado plagado de anticipaciones especulativas... La experiencia del franco francés entre 1922 y 1926 y de aquellos vaivenes con fluctuaciones incontroladas, como los registrados en ciertas monedas en los años treinta, demuestra no sólo la dificultad de mantener un tipo de cambio que fluctúe libremente sin sacudidas... también muestra cuán difícil puede ser para la balanza comercial de un país ajustarse por su parte a variaciones amplias y violentas. (Sociedad de las Naciones, 1944: 118, 119).

Hablando en 1937 de esa misma experiencia, von Hayek explicó los altibajos no sólo en términos de las corrientes de capital a corto plazo; también sostuvo que los tipos flotantes fomentaban esos flujos de capital:

Es en razón de que los movimientos de los fondos a corto plazo se deben con frecuencia, no a cambios en la demanda de capital para inversión, sino a modificaciones en la demanda de dinero contante como reserva de liquidez, por lo que los movimientos internacionales de capital a corto plazo han tenido tan mala reputación como causa de perturbaciones monetarias. Y esta reputación no es totalmente inmerecida...

Soy totalmente incapaz de ver por qué en un régimen de tipos de cambio variables el volumen de los movimientos de capital a corto plazo haría otra cosa que no fuera aumentar. Toda sospecha de que los tipos de cambio se modificarán en un próximo futuro crearía un poderoso motivo adicional para mover fondos desde el país cuya moneda es probable que baje al país cuya moneda es probable que suba... Esto significa que si la causa original es ya un movimiento de capitales a corto plazo, la variabilidad de los intercambios tenderá a multiplicar su magnitud y puede convertir lo que inicialmente habría sido un inconveniente menor en una gran perturbación (von Hayek, 1937: 62-64).

La experiencia de los principales países industriales con los tipos flotantes sugiere que la volatilidad, los vaivenes y los desajustes de los tipos de cambio no pueden atribuirse sin más a la falta de instituciones que gocen de crédito.

A pesar de una convergencia apreciable de las tasas de inflación y de las tendencias de los costos laborales unitarios durante el pasado decenio, los tipos de cambio del G-3 han seguido acusando desajustes persistentes y grandes altibajos.

Como ya se examinó con algún detalle en anteriores informes de la UNCTAD, desde el hundimiento de los acuerdos de Bretton Woods la volatilidad, unos desajustes tenaces y los vaivenes han sido también los rasgos predominantes de los tipos de cambio de las principales monedas de reserva⁵. A pesar de una convergencia apreciable de las tasas de inflación y de las tendencias de los costos laborales unitarios durante el pasado decenio, los tipos de cambio del G-3 han seguido acusando desajustes persistentes y grandes altibajos. Este comportamiento desordenado ha causado serios problemas a los países en desarrollo en la gestión de sus monedas y de su deuda exterior, y constituido a menudo un factor importante de las principales crisis de los mercados emergentes. Sin embargo, tales problemas han sido ignorados casi siempre por los principales

países industriales que, en su mayor parte, se han guiado en su política monetaria por objetivos nacionales, concretamente por la lucha contra la inflación. Sólo en contadas ocasiones los Estados Unidos y el Japón, por ejemplo, que practican la libre flotación, recurrieron a intervenciones y a una coordinación ad hoc de la política económica cuando la inestabilidad monetaria y los desajustes plantearon serias amenazas a sus perspectivas económicas, como ocurrió en la segunda mitad del decenio de 1980 al tenerse que reajustar y estabilizar el dólar frente a crecientes presiones proteccionistas asociadas a grandes desequilibrios comerciales, y como sucedió una vez más a mediados del decenio de 1990 al subir el yen a niveles sin precedentes frente al dólar.

Los países en desarrollo se ven animados a adoptar una flotación con el argumento de que la incertidumbre cambiaria resultante suprimiría las garantías implícitas y desalentaría los préstamos y los endeudamientos imprudentes. No obstante, la experiencia muestra que es tan probable que las crisis ocurran con tipos flotantes como con paridades ajustables (Banco Mundial, 1998). Cuando existe liberalización financiera y una movilidad sin trabas del capital, los tipos de cambio nominales no logran moverse de un modo ordenado para ajustar las diferencias en las tasas de inflación (es decir, la paridad del poder de compra no se mantiene), mientras que el ajuste de los tipos de interés a la inflación es sumamente rápido. De resultados de ello, las monedas de los países con inflación alta tienden a

apreciarse a corto plazo. Con paridades blandas, unas entradas grandes de capital (esto es, unas entradas que superen las necesidades de la cuenta corriente) atraídas por las oportunidades de arbitraje aumentarían las reservas internacionales, mientras que con una flotación conducirían a apreciaciones nominales que reforzarían – en lugar de frenar – las entradas de capital y agravarían la merma de competitividad causada por la elevada inflación. Aunque las apreciaciones también acrecientan los riesgos monetarios, los mercados pueden ignorarlas cuando obedecen a un comportamiento gregario. Por ejemplo, si las monedas del Asia oriental se hubieran dejado flotar a principios del decenio de 1990, cuando las entradas superaban a las necesidades de las cuentas corrientes, el resultado podría haber sido mayores apreciaciones y más desequilibrios en los pagos. A decir verdad, frente a esas entradas tan grandes de capital a principios de ese decenio, muchos gobiernos del Asia oriental optaron por intervenir con el fin de prevenir la apreciación (TDR 1998, recuadro 2).

Como ya se dijo, la experiencia de los mercados emergentes con la flotación durante el período de posguerra es más bien limitada y se concentra, en cambio, en las etapas posteriores a los recientes episodios de crisis financiera. No obstante, muestra varios rasgos que desautorizan las premisas de sus partidarios. En América Latina, por ejemplo, los tipos de interés internos han sido más sensibles a los cambios en los tipos estadounidenses, y más variables en países con regímenes de flotación que en aquéllos con tipos fijos o semifijos, lo que se tradujo en menos – más bien que en más – autonomía monetaria y mayores riesgos para el sistema financiero (Hausmann, 1999). La flotación parece promover las políticas monetarias procíclicas cuando los tipos de interés tienden a subir durante la recesión. También conduce a una mengua de los mercados financieros internos y a tipos de interés más altos al incrementar el riesgo de tener activos internos.

3. Las paridades duras

Parece así que los mercados emergentes con cuentas de capital abiertas no pueden lograr una estabilidad económica y financiera sostenida tanto si vinculan sus monedas como si las dejan flotar. Quedan las opciones de paridades duras, juntas

monetarias o dolarización completa. A finales del decenio de 1990, había paridades duras en 45 economías, miembros del FMI, de las que 37 (incluidos los entonces 11 países de la eurozona) no contaban con un órgano de intervención legal independiente, y el resto (como Argentina, Hong Kong (China) y las economías en transición de Bulgaria, Estonia y Lituania) tenía juntas monetarias (Fischer, 2001). Con la excepción de la UME, casi todas las economías que se encontraban en el primer caso eran pequeñas. Más recientemente, el Ecuador y El Salvador han adoptado el dólar como moneda nacional y Guatemala está en vías de hacerlo.

Tales regímenes se consideran particularmente apropiados para países con una larga historia de desórdenes monetarios, rápida inflación y falta de disciplina fiscal (es decir, donde existe una “desconfianza excepcional en la política monetaria discrecional”) (Eichengreen, 1999: 109). Suponen abolir el banco central y descartar toda política monetaria propia y la posibilidad de un prestamista de última instancia. No sólo prescinden del tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste externo, sino también subordinan todos los demás objetivos de la política económica a mantener un tipo de cambio nominal fijo o la dolarización. Sin embargo, esos mismos rasgos también proporcionan la credibilidad necesaria para el éxito de esos regímenes, ya que implican que los gobiernos están dispuestos a someterse a la disciplina de fuerzas exteriores, en particular de un banco central extranjero con un buen historial en materia de política monetaria. Entre los beneficios económicos que se esperan figuran una inflación pequeña, unos tipos de interés estables y bajos, un costo reducido de los préstamos exteriores y, cuando hay una dolarización completa, la capacidad de endeudarse en el extranjero en la moneda que circula en el país. Además, se espera que la dolarización refuerce al sector financiero, amplíe los vencimientos de los activos financieros internos y fomente la financiación a largo plazo. Suele contar con el apoyo de la empresa privada de los mercados emergentes porque aumenta la predictibilidad y reduce los costos de transacción.

Algunas de esas ventajas pueden ser apreciables. En una economía pequeña que esté muy integrada con la de un país con una gran moneda de reserva y dependa de ella, esos beneficios pueden también contrarrestar los costos potenciales que

Es tan probable que las crisis ocurran con tipos flotantes como con paridades ajustables.

No sólo las paridades duras prescinden del tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste externo, sino también subordinan todo los demás objetivos de la política económica a mantener un tipo de cambio nominal fijo o la dolarización.

supone no poder usar los tipos de interés y de cambio en respuesta a perturbaciones internas y externas, no gestionar los ciclos económicos y no percibir el señoreaje que produce imprimir billetes. Sin embargo, en casi todos los países en desarrollo, las juntas monetarias y la dolarización no son alternativas viables a la larga, aun cuando pueden ayudar a restaurar rápidamente la credibilidad después de un largo período de desórdenes monetarios, indisciplina fiscal y alta inflación. En particular, unos movimientos grandes e imprevisibles de los tipos de cambio de las principales monedas de reserva hacen que la opción de vincularse unilateralmente a ellas y flotar a la par resulte especialmente poco atractiva⁶.

Las paridades duras no aíslan a las economías de los choques reales y financieros externos, como tampoco lo hizo el patrón oro. A menos que el país ancla registre perturbaciones muy similares y responda de una manera que resulte también apropiada para el país anclado, los costos de abandonar una política monetaria independiente y defender una paridad dura pueden resultar muy elevados en pérdidas de producción y empleo. Por razones estructurales e institucionales obvias, una combinación de países en desarrollo e industriales no constituye una zona monetaria óptima, y a menudo esos países están sujetos a choques asimétricos, especialmente si los primeros dependen mucho de exportaciones primarias. Asimismo, al no haber una estrecha integración económica, es poco probable que los ciclos económicos del país ancla y del país anclado estén sincronizados, con lo que una determinada política monetaria aplicada por el primero quizá resulte inadecuada para el segundo. Así, un país con una paridad dura puede ver cómo suben su moneda y sus tipos de interés en un momento en que su economía está sufriendo ya una recesión y cómo merma su competitividad en los mercados internacionales, tal como ha ocurrido en la Argentina en el último bienio (véase el recuadro 2.2 del capítulo II).

A menudo se sugiere que las perturbaciones asimétricas y los ciclos asíncronos no importan siempre que salarios y precios sean plenamente flexibles. En este particular, hay un cierto grado de ambivalencia en la doctrina ortodoxa sobre la política cambiaria, ya que uno de los primeros argumentos a favor de los tipos flotantes fue que unos salarios y unos precios resistentes impedían un ajuste rápido a los choques internos y externos sin sacrificar el crecimiento y el empleo (Friedman, 1953). Incluso

cuando los salarios y los precios sean razonablemente flexibles, el proceso de ajuste puede entrañar grandes costos porque no es instantáneo. Con un tipo de cambio totalmente fijo, el único instrumento a mano para corregir una apreciación real es disminuir los salarios nominales, cosa que, sin embargo, no cabe hacer sin reducir la demanda interna agregada y sin aumentar el desempleo. Además, por los motivos explicados por Keynes hace más de 60 años, esas disminuciones, a su vez, reducirán la demanda agregada y se sumarán a las presiones deflacionarias cuando se traduzcan en unos salarios reales más bajos. En tales circunstancias, resultaría muy difícil restablecer la competitividad sin deflación. La austeridad fiscal destinada a reducir los déficit externos sólo ahondaría la crisis, conduciendo a lo que Robert Mckinnon describió hace 40 años como “una cola que mueve al perro” (McKinnon, 1963: 720). Resulta, por tanto, sorprendente que el argumento más importante esgrimido a favor de los tipos de cambio flexibles, a saber, combatir la lentitud de los ajustes de los salarios y precios nominales se soslaye por quienes propugnan juntas monetarias o la dolarización.

Un régimen de junta monetaria hace menos probables las crisis de pagos sólo porque hace más probables las crisis bancarias, y los costos que entraña defender una paridad dura quizá excedan a los de los países que experimentan un desplome de sus paridades blandas.

Tampoco las juntas monetarias garantizan que los tipos de interés internos se mantengan al nivel del país al que la moneda esté vinculada. Cuando la economía sufre una pérdida de competitividad y grandes déficit de pagos, el declive consiguiente de las reservas hace que se reduzca la liquidez, empujando al alza los tipos de interés y amenazando con desestabilizar el sistema bancario. En realidad, se ha visto que un régimen de junta

monetaria hace menos probables las crisis de pagos sólo porque hace más probables las crisis bancarias (Chang y Velasco, 1998). Los inversores internacionales no consideran un regalo las paridades duras y pueden demandar una prima de riesgo grande, como demuestran los sustanciales márgenes que casi todos los países con junta monetaria han tenido que pagar en los últimos años. Los ataques especulativos contra una moneda pueden darse tanto con un sistema de junta monetaria como con cualquier otro régimen cambiario, y los costos que entraña defender una paridad dura quizá excedan a los de los países que experimentan un desplome de sus paridades blandas. Por ejemplo, en términos de menoscabo de la producción y el empleo, la Argentina y Hong Kong (China) sufrieron tanto o más que sus vecinos que vieron declinar mucho sus monedas en las últimas crisis en mercados emergentes. Para unas economías financieramente abiertas, las diferencias entre tales regímenes se deben menos a su capacidad para prevenir los daños

a la economía real y más al modo en que esos daños se infligen.

Históricamente, las salidas de las juntas monetarias se han producido en el contexto de la descolonización, cuando la libra esterlina era a menudo la moneda ancla. A diferencia de los modernos sistemas de ese tipo, la razón de ser de aquellos regímenes no era obtener credibilidad; más bien, eran impuestos por la potencia colonial con miras a reforzar los lazos comerciales con sus colonias. En principio, al mantener una moneda nacional, los regímenes de junta monetaria – a dife-

rencia de la dolarización – permiten una devaluación e incluso una salida. No obstante, no existe ningún régimen moderno de junta monetaria con una estrategia conocida de salida; a decir verdad, dar a conocer esa estrategia impediría que se cumpliera su propósito mismo. Por tal motivo, parece difícil una salida ordenada de un sistema de junta monetaria, especialmente cuando los costos económicos de la adhesión militan a favor del cambio. En cambio, cuando el régimen funciona bien, los gobiernos no sentirán la necesidad de una salida.

C. Los acuerdos regionales: la experiencia europea

Habida cuenta de las dificultades de los países en desarrollo para encontrar soluciones unilaterales al problema de dirigir sus monedas e impedir crisis financieras, y dada la resistencia de las principales potencias a una reforma genuina de la arquitectura financiera internacional, cada vez se ha prestado más atención a las soluciones regionales (Chang, 2000; Mistry, 1999; Park y Wang, 2000). En este contexto, existe un creciente interés por las lecciones que brinda la experiencia europea con sus acuerdos regionales de cooperación monetaria en la era posterior a Bretton Woods, que culminó en la unión monetaria de finales del decenio de 1990.

La primera respuesta de Europa al hundimiento del sistema de Bretton Woods a principios del decenio de 1970 consistió en las llamadas “serpiente” monetaria y “serpiente en el túnel” que se proponían estabilizar los tipos de cambio intraeuropeos con unas bandas relativamente estrechas en una situación de extrema volatilidad. A esto siguió la creación del SME en 1979 con la participación de los miembros de la Comunidad Económica Europea (CEE), y finalmente la introducción del euro y el establecimiento de la Unión Monetaria Europea (UME) en 1999⁷. Treinta años tuvieron así que transcurrir para que se pasara de paridades blandas a paridades duras.

Después del colapso del sistema de Bretton Woods, los países europeos fueron capaces de evitar el contagio inflacionario desde los Estados Unidos

apreciando sus monedas respecto del dólar, y considerándose la flotación frente a este último compatible con el objetivo de estabilizar el valor interno de las monedas. Sin embargo, habida cuenta del grado relativamente alto de integración regional, el paso hacia la libre flotación entre las monedas europeas suponía una amenaza potencial de inestabilidad y perturbaciones en el comercio intrarregional y la asignación de recursos, particularmente para las economías pequeñas y abiertas. Se pensaba que la política de establecer un patrón estable de tipos de cambio intrarregionales y de flotación colectiva frente al dólar era una solución apropiada, ya que el comercio de la región en su conjunto con el resto del mundo era relativamente pequeño. De esta suerte se arbitró una integración regional y una cooperación monetaria con miras a que Europa constituyera una única e importante economía – semejante a la de los Estados Unidos – con una dependencia limitada del comercio internacional (extraeuropeo).

Aunque la decisión de sumarse a esos acuerdos (o, a juicio de Austria, de “encontrarse con las manos atadas” en asuntos monetarios) se tomó unilateralmente por cada país, el sistema que emergió entrañó compromisos multilaterales en el plano regional. Como el marco alemán había sido la moneda más estable después de la guerra y Alemania era el mayor mercado de la región, la moneda de ese país fue el ancla natural para muchos países después

Aunque los países europeos menores sacrificaron parte de su autonomía monetaria, se vieron muy reforzados respecto de los mercados monetarios y se volvieron menos dependientes de las instituciones financieras internacionales.

del colapso del sistema de Bretton Woods. Habida cuenta de la voluntad política de los países participantes de moverse hacia una mayor integración, Alemania no sólo proporcionó una moneda ancla; también asumió responsabilidades respecto de los países anclados al conferir estabilidad a los acuerdos mediante acciones tales como la intervención en los mercados monetarios y el suministro de una financiación de última instancia, aunque esto último nunca se manifestó explícitamente. En cuanto a los países menores, aunque sacrificaron parte de su autonomía monetaria, se vieron muy reforzados respecto de los mercados monetarios y se volvieron menos dependientes de las instituciones financieras internacionales.

En el proceso conducente a una moneda común, las paridades ajustables adoptadas diferían crucialmente de las paridades blandas unilaterales usadas en los últimos años por los mercados emergentes en que tanto los países anclados como el país ancla compartían el objetivo común de lograr una convergencia monetaria y la estabilidad interna y externa de sus monedas. El sistema también se proponía reducir las apuestas unilaterales, que podrían verse fomentadas por las diferencias en la inflación y los tipos de interés, estableciendo para ello bandas en torno a las llamadas "parrillas de paridad". Imponía obligaciones de intervención simétrica así como facilidades crediticias y limitadas a corto plazo entre los bancos centrales destinadas a mantener los tipos de cambio bilaterales dentro de la banda. También ponía a disposición de los países miembros diversos tipos de apoyo a los pagos externos para permitir a los participantes en el MTC mantener sus monedas dentro de los límites de fluctuación prescritos y a la vez hacer frente a circunstancias que pudieran poner en peligro un buen desenvolvimiento en el mercado de la moneda de un país miembro⁸. Además, establecía procedimientos concretos para reajustar las bandas. Asimismo, la integración europea disponía de medidas especiales en el MTC para los países menos avanzados – España, Grecia, Irlanda y Portugal – incluida una compensación tributaria considerable, que contribuyó mucho a que pudieran alcanzar la convergencia monetaria y fiscal y cumplir los criterios de estabilidad de la UME.

Estas disposiciones se vieron también respaldadas por un régimen de la Comunidad Europea para los movimientos de capital, que hasta una directiva de 1988 dejaba cierto margen a los gobiernos para restringir diversas categorías de transacciones, junto con algunas obligaciones de liberalización que eran menos estrictas para las

transacciones a corto plazo y potencialmente especulativas. La directiva de 1988 abolió las restricciones a los movimientos de capital entre residentes de los países de la Comunidad Europea, con unas cláusulas, sin embargo, que permitían controlar los movimientos a corto plazo en períodos de tensiones financieras⁹. La directiva también indicaba que los países de la Comunidad Europea deberían intentar que los movimientos de capital respecto de terceros países gozaran del mismo grado de liberalización que los registrados entre ellos. No obstante, los gobiernos conservaban la facultad de tomar medidas protectoras frente a ciertas transacciones de capital en respuesta a movimientos perturbadores a corto plazo. Cuando se estableciera la moneda única, esas medidas sólo podrían adoptarse para los movimientos de capital hacia países terceros o procedentes de ellos.

Las disposiciones monetarias se vieron también respaldadas por un régimen de la Comunidad Europea para los movimientos de capital, que hasta una directiva de 1988 dejaba cierto margen a los gobiernos para restringir diversas categorías de transacciones.

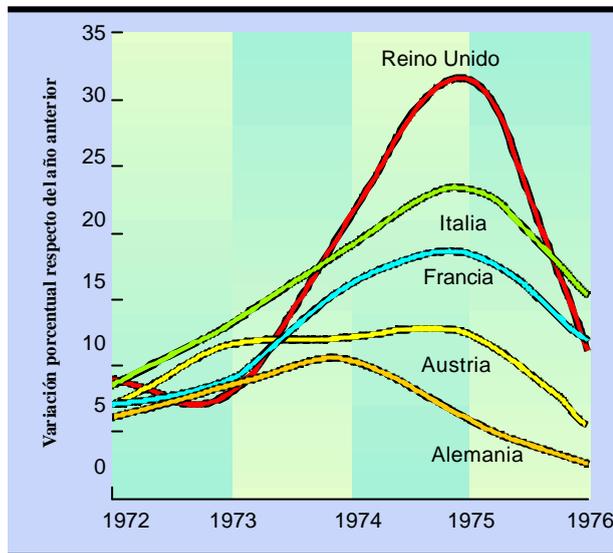
A pesar de que se contara con instituciones que apoyaban las disposiciones cambiarias y la integración, la vía hacia la unión monetaria no ha sido un camino de rosas; abundaron las perturbaciones y los errores de política económica. En algunos casos, los trastornos fueron similares a las crisis monetarias experimentadas por mercados emergentes con paridades blandas. Al igual que en ellos, aparecieron en ocasiones presiones como consecuencia de diferencias en las tasas de inflación subyacente: en un extremo del espectro de la inflación estaba Italia, (y después el Reino Unido), seguida de Francia con una inflación moderada, mientras Alemania y Austria se encontraban en la cota más baja. En los países de inflación alta, por tanto, era menester hacer de vez en cuando reajustes monetarios para que sus tasas de inflación convergieran hacia la del país ancla. En muchas ocasiones los diferenciales de inflación se vieron acrecentados por choques externos o internos que realmente pusieron a prueba la resistencia del sistema y los compromisos de los países participantes con la estabilidad interna y externa. El primer choque se produjo poco después del final de los acuerdos de Bretton Woods en forma de un alza de los precios del petróleo. En el Reino Unido e Italia los costos laborales unitarios crecieron mucho más aprisa, y la inflación persistió más tiempo que en Francia, Austria y Alemania (gráfico 5.1). En consecuencia, las paridades entre las monedas de esos países se volvieron insostenibles, necesitando reajustes.

Sin embargo, estos últimos no siempre se hicieron de un modo ordenado. Los acontecimientos que condujeron a la crisis del SME de 1992-1993 proporcionan lecciones útiles sobre cómo unos acuerdos monetarios regionales, incluso con unas

Gráfico 5.1

COSTOS LABORALES UNITARIOS EN ALGUNOS PAÍSES EUROPEOS DESPUÉS DE UN CHOQUE NEGATIVO DE LA OFERTA, 1972-1976

(Variación porcentual respecto del año anterior)



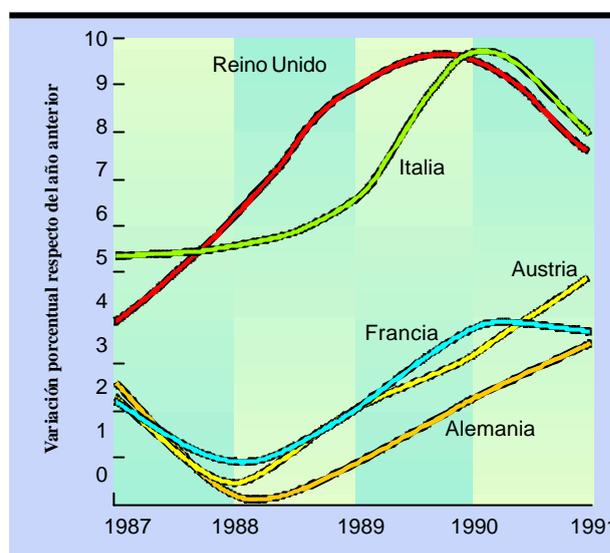
Fuente: Base de datos de AMECO, Comisión Europea, 2000.

instituciones de apoyo, pueden venirse abajo cuando los tipos de cambio son incompatibles con la inflación subyacente y los tipos de interés. El comienzo de esa crisis se produjo con la respuesta de la política económica al desplome de 1987 de los mercados bursátiles mundiales, cuando los bancos centrales bajaron en los Estados Unidos y Europa los tipos de interés a mínimos históricos. Esto brindó un fuerte estímulo monetario en una etapa más tardía de la recuperación, elevando las tasas de crecimiento en Europa a 4% o más, figurando a la cabeza el Reino Unido a finales del decenio de 1980 y Alemania en los primeros años del de 1990 (por causa también del efecto de la unificación). La aceleración del crecimiento, sin embargo, fue acompañada de mayores divergencias en las tasas de inflación; los costos laborales unitarios subieron drásticamente en Italia y el Reino Unido, en comparación con Alemania y Francia (gráfico 5.2). No obstante, el tipo de cambio nominal de la lira frente al marco alemán se mantuvo prácticamente estable desde 1987 hasta 1992, implicando una apreciación real del 23%. En el Reino Unido, que había entrado en el MTC en 1990 con una moneda ya sobrevalorada, la cuantía de la apreciación fue aún mayor. En ambos países, la pérdida de competitividad se reflejó en un cambio de signo de la cuenta corriente desde un excedente a un déficit. Hasta que se desencadenó la crisis, esos déficits se sostenían con grandes entradas de capital, procedentes sobre todo de Alemania, en razón de los

Gráfico 5.2

COSTOS LABORALES UNITARIOS DESPUÉS DE UN CHOQUE POSITIVO DE LA DEMANDA, 1987-1991

(Variación porcentual respecto del año anterior)



Fuente: Véase el gráfico 5.1.

apreciables diferenciales en los tipos de interés. Así, la crisis del SME que forzó a Italia y al Reino Unido a abandonar el MTC y devaluar en septiembre de 1992 fue similar en muchos aspectos a las crisis de los mercados emergentes. En esos dos países, un ajuste como el que se hizo en los tipos nominales fue ciertamente preferible a mantener las parrillas e intentar restaurar la competitividad mediante un ajuste deflacionario. En cambio, tal como se decía en el *TDR 1993* (Segunda parte, cap. I, secc. B), el ataque al franco francés no significaba que el mercado estaba imponiendo una disciplina, ya que los indicadores fundamentales básicos de la economía francesa eran tan sólidos como los de Alemania.

Esta experiencia muestra que, al igual que cuando se establecen unilateralmente tipos de cambio semifijos o fijos, las disposiciones monetarias regionales, aun con instituciones que las respalden, pueden acusar problemas cuando no se toman medidas apropiadas para que los tipos de cambio se conformen a los parámetros fundamentales básicos. Hay que insistir en que, si bien es cierto que la hegemonía de un país ancla en unos acuerdos regionales se ve equilibrada por responsabilidades que no existen en las acciones cambiarias unilaterales, la política económica aplicada por ese país puede resultar demasiado restrictiva para otros miembros. En realidad, las rígidas medidas monetarias parecen haber sido una de las causas del

ataque especulativo al franco francés durante la crisis del SME.

Con el paso a una moneda única, se espera que los miembros menores de la UME ejerzan una influencia algo mayor en la política monetaria común. Además, los fuertes vínculos comerciales pueden ser un factor de estabilidad y convergencia, al facilitar unas economías en expansión una demanda adicional y mercados de exportación para aquellos miembros que experimenten una desaceleración. Incluso aunque unos choques asimétricos y

diferencias estructurales pueden todavía producir divergencias apreciables en el desempeño económico de países con un grado distinto de desarrollo, esas diferencias no necesitan causar graves dilemas de política económica si los países están dispuestos a usar los diversos instrumentos que siguen teniendo a su disposición. Sin embargo, en ciertas circunstancias, las restricciones impuestas a la política fiscal por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento podrían obstar la capacidad para suavizar diferencias intrarregionales en los resultados económicos.

D. Opciones para los países en desarrollo: ¿dolarización o regionalización?

A pesar de los retrocesos temporales de 1992-1993 y de las deficiencias en el diseño de la política económica y de las disposiciones institucionales que limitaron las opciones, la cooperación monetaria europea ha logrado asegurar la estabilidad de los tipos de cambio intrarregionales, conteniendo el contagio financiero y afrontando las fluctuaciones respecto del dólar y el yen. ¿Hasta qué punto pueden esos acuerdos repetirse en los países en desarrollo como medio de defensa colectiva contra la inestabilidad sistémica?

¿Podrían esos países establecer disposiciones regionales entre ellos sin implicar a los países del G-3, y seguir una vía similar a la de Europa, desde unas bandas cambiarias garantizadas en el plano regional hasta una unión monetaria? ¿O, como otra posibilidad, podrían implantar directamente una unión monetaria adoptando una divisa regional?

El interés por los acuerdos monetarios y la cooperación regional ha aumentado rápidamente en el mundo en desarrollo desde que estalló la crisis asiática. Por ejemplo, en las Reuniones Anuales de 1997 del FMI y el Banco Mundial, poco después de que se desencadenara la crisis, se propuso establecer un Fondo Monetario Asiático. Con posterioridad, en mayo del 2000 se lanzó una iniciativa para concertar acuerdos de permutas y recompras financieras entre los países miembros de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN), China, Japón y la República de Corea (véase el recuadro 5.1). Más

recientemente, el documento conjunto francojaponés citado *supra* en la sección A (Ministerio de Finanzas, Japón, 2001: 5-6) ha venido a prestar apoyo al fortalecimiento de la cooperación regional en el Asia oriental, recurriendo a la experiencia europea:

Una sólida cooperación regional es una vía para asegurar tanto la estabilidad como la flexibilidad... El proceso de la Unión Monetaria Europea constituye un útil ejemplo de cómo cabría lograr una mayor integración... A este respecto, en Chiang Mai se dio un paso importante el 6 de mayo de 2000 para establecer un acuerdo financiero regional que complementara las disposiciones que ya existen en el plano internacional... El marco regional de cooperación debería estar plenamente integrado en el sistema monetario y financiero general.

También ha habido interés por implantar monedas regionales, como alternativa a la dolarización, en América Latina. En una exposición reciente del Banco Interamericano de Desarrollo se decía lo siguiente:

La cuestión (de la dolarización) es muy controvertida y cuenta tanto con defensores como con detractores, pero no creemos que en la mayoría de los países concurren las condiciones apropiadas para seguir esa vía... Sí creemos, sin embargo, que se dan las condiciones básicas para pensar en monedas subregionales (publicado en SUNS, 11 de enero de 2000).

Si se establecieran, y se mantuvieran, unas monedas regionales en agrupaciones de países en

A diferencia de la crisis asiática, no se espera que la desaceleración estadounidense genere unos impulsos expansivos sustanciales en otras partes de la economía mundial. ¿Podrían los países en

Recuadro 5.1

COOPERACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA REGIONAL ENTRE PAÍSES EN DESARROLLO

Actualmente hay pocos acuerdos monetarios y financieros regionales entre países en desarrollo, aparte de los del Asia oriental descritos en el recuadro 5.2. Esos acuerdos cuando existen van desde disposiciones para poner en común las reservas de divisas, tales como el Fondo Andino de Reservas y el Fondo Monetario Árabe, a vinculaciones de la moneda (Área Monetaria del Rand) y una moneda regional (Unión Monetaria del Caribe Oriental). La Comunidad Financiera Africana (CFA) también cuenta con una moneda común, pero es única en el sentido de que contiene un acuerdo entre sus miembros y un gran país europeo sobre cooperación en materia monetaria y cambiaria.

El *Fondo Andino de Reservas* se estableció en 1976 por los miembros de la Comunidad Andina – Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela - y cuenta con un capital suscrito de 2.000 millones de dólares. El Fondo proporciona respaldo financiero a sus miembros en forma de préstamos o garantías para apoyar las balanzas de pagos, préstamos a corto plazo (liquidez), préstamos de emergencia, préstamos para sostener reestructuraciones de la deuda pública exterior, y crédito a la exportación. La condicionalidad para beneficiarse de esos servicios es más suave que la del FMI. El Fondo Andino también se propone contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros. Persigue así promover la estabilidad económica y financiera de la región e impulsar el proceso de integración en América Latina¹.

El *Fondo Monetario Árabe* se estableció en 1976 con una estructura similar a la del FMI y comprende a todos los miembros de la Liga de Estados Árabes (excepto las Comoras). Dispone de un capital suscrito de 326.500 dinares árabes de cuenta, que equivalen a unos 1.300 millones de dólares. El Fondo se propone promover la estabilidad cambiaria entre las monedas árabes y hacerlas así mutuamente convertibles, y proporciona apoyo financiero a los miembros que tengan problemas de balanza de pagos. También persigue ser un instrumento que fomente la cooperación monetaria entre sus miembros y una coordinación al afrontar problemas financieros y económicos internacionales. Su objetivo final es promover el establecimiento de una moneda común.

En el *Área Monetaria del Rand*, Lhesoto y Swazilandia, ambos muy integrados económicamente con Sudáfrica, vinculan sus monedas al rand sudáfricano sin comprometerse formalmente a coordinar la política monetaria.

La *Unión Monetaria del Caribe Oriental* es un acuerdo para establecer una moneda común entre los miembros de la Organización de los Estados del Caribe Oriental, que es un grupo de pequeños países en desarrollo insulares². La moneda está vinculada al dólar pero, a diferencia de Francia respecto de la CFA (véase infra), los Estados Unidos no desempeñan un papel activo en ese acuerdo de vinculación.

La creación de la *Comunidad Financiera Africana* se remonta a 1948, aunque los acuerdos por los que funciona actualmente la zona CFA se firmaron en 1973. Existen dos grupos regionales, cada uno con su propio banco central: la Unión Económica y Monetaria del África Occidental, y la Comunidad Económica y Monetaria del África Central³. Los 14 países que participan en ellas tienen una moneda común, el franco CFA, que no se cambia en los mercados de divisas pero que es convertible con el franco francés a una paridad fija. Dentro de la zona CFA hay libertad de movimiento de capitales, así como entre esos países y Francia, y las reservas en divisas de sus miembros se ponen en común. El Tesoro francés garantiza la convertibilidad del franco CFA en francos franceses a una paridad fija y asume el papel de prestamista de última instancia. Por otra parte, en el acuerdo figura un mecanismo que limita la independencia de los dos bancos centrales regionales, y el Tesoro francés puede influir en la política monetaria de la zona CFA así como determinar el tipo de cambio con el franco francés.

Los dos bancos centrales tienen sendas cuentas de operaciones con el Tesoro francés en las que tienen que depositar el 65% de sus reservas en divisas, pero que también facilita un servicio de giro en descubierto (a tipos de interés relacionados con el de mercado) que es, en principio, ilimitado. Por otro lado, en sus operaciones los bancos centrales tienen que observar dos reglas que sirven para frenar la oferta de francos CFA: i) su pasivo a la vista tiene que contar con una cobertura de divisas de al menos 20%, y ii) sus préstamos a cada Gobierno miembro están limitados al 20% del ingreso público de ese Gobierno en el año anterior. Además, Francia participa en los consejos de administración de los dos bancos centrales⁴.

Parece que la CFA ha ayudado a contener la inflación en los países que la componen bastante por debajo del promedio de otros países africanos; entre 1975 y 1985, el ingreso per cápita también creció más aprisa. Sin embargo, el sistema se vio sometido a tensiones crecientes después de 1985 por causa de choques externos y un debilitamiento de los parámetros macroeconómicos fundamentales (Hadjimichael y Galy, 1997). Los países de la CFA sufrieron graves mermas de su relación de intercambio cuando los precios del mercado mundial de algunos de sus principales productos de exportación (cacao, café, algodón y petróleo) bajaron mucho y el franco francés se apreció considerablemente frente al dólar a raíz del Acuerdo del Plaza de 1985. En consecuencia, el tipo de cambio efectivo nominal del franco CFA aumentó casi 7% anualmente entre 1986 y 1993. Las exportaciones de los países CFA perdieron competitividad en los mercados mundiales cuando no se pudieron frenar los costos internos; tanto la cuenta corriente combinada como el déficit fiscal de la zona CFA aumentaron en un 6,5% del PIB, y el límite del 20% de la monetización de la deuda pública fue superada con creces por varios países.

En 1994 se decidió ajustar la paridad del franco CFA con el franco francés, desde 50 a 100 francos CFA por cada franco francés (véanse también *TDR 1995*, cap. I, recuadro 1; Clément, 1996). Esta fue la primera – y hasta ahora la única – devaluación desde 1948, pero demostró la vulnerabilidad del acuerdo, especialmente al no haber un mecanismo que permita un ajuste gradual del tipo de cambio nominal a la luz de la evolución macroeconómica y de las balanzas de pagos. La probabilidad de que esa evolución diverja entre países en desarrollo que dependen de productos primarios y el país desarrollado cuya moneda sirve de ancla es relativamente alta, habida cuenta de su diferente exposición a perturbaciones externas.

La estabilidad y el ajuste adecuado de los tipos de cambio de los países de la CFA respecto de aquéllos con los que comercian y de sus competidores ejercen una gran influencia en su desempeño económico general. En primer lugar, el comercio representa en esos países una parte muy grande del PIB. En segundo término, el comercio dentro de la propia CFA es limitado, constituyendo, por término medio, sólo el 8% de los intercambios totales de sus miembros⁵. En tercer lugar, por causa de diferencias estructurales, la CFA y los países de la UE no constituyen una zona monetaria óptima. Incluso aunque la mitad del comercio total de los países de la CFA es con la UE, sus estructuras de exportación e importación son muy diferentes y los países de la CFA afrontan una competencia de países terceros en las exportaciones de productos primarios tanto a la UE como a otras partes. Así, sin perjuicio de acarrear una cierta disciplina monetaria y una protección frente a ataques especulativos, la política de vincularse al franco francés (y, por ende, acabar haciéndolo con el euro) y la consiguiente flotación frente a otras monedas plantea problemas para el comercio y la competitividad internacionales.

¹ Para información más detallada, véase FLAR (2000).

² Los Estados miembros son Antigua y Barbuda; Dominica; Granada; Montserrat; Saint Kitts y Nevis; Santa Lucía; y San Vicente y las Granadinas. Las Islas Vírgenes británicas y Anguila son miembros asociados.

³ La Unión Económica y Monetaria del África Occidental comprende Benin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinea-Bissau, Malí, Níger, Senegal y Togo; y la Comunidad Monetaria y Económica del África Central comprende Camerún, Chad, Congo, Gabón, Guinea Ecuatorial y la República Centroafricana. Ambos grupos mantienen monedas separadas, pero como los dos tienen la misma paridad con el franco francés, están sujetos al mismo marco reglamentario. Y como existe una libre movilidad de capitales entre cada una de esas regiones, la zona del franco CFA puede considerarse como una sola área monetaria. Las Comoras tienen un acuerdo similar pero mantienen su propio banco central.

⁴ Para un tratamiento detallado de los aspectos institucionales de la CFA, véase Banco de Francia (1997).

⁵ El comercio con los demás países de la zona del franco CFA oscila desde 1,5% del comercio total en el Congo a 23,3% en Malí. En cambio, los vínculos comerciales con Europa son muy grandes. Son ligeramente mayores en los Estados miembros de la Comunidad Económica y Monetaria del África Central (50% de las exportaciones y 66% de las importaciones) que en los miembros de la Unión Económica y Monetaria del África Occidental (49,3 y 46,3%, respectivamente).

desarrollo podrían reportar muchas ventajas, similares a las previstas con la introducción del euro. Podrían reducir los costos de transacción de las empresas dentro de una región y eliminar los diferenciales de los tipos de cambio y las comisiones en las operaciones monetarias asociadas al comercio y la inversión intrarregionales. Por ejemplo, se estima que esos efectos elevarán el PIB conjunto de la zona del euro en alrededor de 0,5%. También se espera que la adopción del euro incremente el comercio intrarregional, principalmente por medio de una desviación de los intercambios (*TDR 1999*, primera parte, cap. III). Asimismo, un banco central supranacional puede reducir la influencia de políticas nacionales populistas sobre las disposiciones monetarias, sin perjuicio de rendir cuentas a los países miembros. A diferencia de la dolarización, ese proceder también acarrearía beneficios en términos de señoreaje (Sachs y Larraín, 1999: 89).

Unos acuerdos regionales – incluidas unas monedas también regionales – entre los países en desarrollo reducirían asimismo la posibilidad de unos ciclos sincrónicos y unos choques asimétricos en la medida en que haya semejanzas en sus estructuras e instituciones económicas. En otras palabras, una agrupación de sólo países en desarrollo es más probable que cumpla las condiciones de una zona monetaria óptima que otra en que participen países desarrollados.

Sin embargo, al extraer lecciones de Europa para los países en desarrollo, es necesario tener en cuenta ciertas diferencias entre ambos. La experiencia europea muestra que unas economías pequeñas y muy abiertas con vínculos comerciales regionales estrechos pueden establecer y sostener un sistema de tipos de cambio estables alrededor de una gran moneda de reserva en tanto en cuanto haya unas pautas claras sobre el mantenimiento y modificación de las bandas cambiarias de los miembros, una asignación adecuada de responsabilidades y unas instituciones y medidas de apoyo. Unos acuerdos de esa índole pueden funcionar durante mucho tiempo sin grandes perturbaciones y ayudar a que se profundice la integración (véase el recuadro 5.2). Unos grupos mayores y unos países de tamaño o poder económico iguales, sin embargo, podrían encontrar bastantes dificultades para establecer y mantener esos sistemas. Otra dificultad más sería la de que en el grupo no figurara ningún país con una gran moneda de reserva.

En consecuencia, a menos que se organicen en torno a un país con una gran moneda de reserva, los países en desarrollo de tamaño comparable pueden encontrar dificultades para formar un grupo que

implante y mantenga parrillas monetarias del tipo del MTC y asegure que las políticas monetarias y financieras aplicadas con independencia por cada país son mutuamente compatibles y congruentes con la estabilidad de los tipos de cambio. Además, si no participa un país con una gran moneda de reserva, podría ser difícil instaurar unos mecanismos de defensa eficaces frente a ataques especulativos a unas u otras monedas. En esas condiciones, si bien unos pasos rápidos hacia una unión monetaria mediante la adopción de una moneda regional podrían considerarse convenientes, tendrían que hacer frente en su aplicación a problemas similares a los que acarrea la introducción de un mecanismo de tipos de cambio. El reconocimiento de esas dificultades y la adopción de arbitrios apropiados para superarlas son fundamentales si los países en desarrollo quieren tener éxito en sus intentos de formar agrupaciones monetarias regionales encaminadas a lograr una mayor estabilidad cambiaria y financiera.

El que en los acuerdos regionales no haya un país con una gran moneda de reserva también suscita problemas de credibilidad. Puede resultar especialmente espinoso para países con un largo historial de desórdenes monetarios e inflación constituir una unión monetaria que goce de crédito sin que en ella participe un país con una moneda de reserva importante y con un buen palmarés de disciplina y estabilidad monetarias. En este particular, América Latina está claramente peor situada que el Asia oriental.

Para los países en desarrollo dirigir sus propios tipos de cambio regionales respecto de las monedas del G-3 es una muy difícil tarea, ya se haga dentro del marco de una unión monetaria o bien con disposiciones del tipo del MTC.

Un aspecto más fundamental es que para los países en desarrollo dirigir sus propios tipos de cambio regionales respecto de las monedas del G-3 es una muy difícil tarea, ya se haga dentro del marco de una unión monetaria o bien con disposiciones del tipo del MTC. No pueden dejar que sus monedas floten sin más y adoptar una actitud de desatención benigna hacia el valor de sus monedas respecto del resto del mundo, aun en condiciones de mucha integración regional. Por ejemplo, en el Asia oriental, aun cuando el comercio entre los países de la región (ASEAN, las NEI de la primera oleada y China) es importante y va en constante aumento, esos intercambios representan menos de la mitad de su comercio total (*TDR 1996*, segunda parte, cap. I, secc. E), en comparación con los dos tercios que suponen en la UE. Además, en proporción del PIB, el comercio de los países en desarrollo del Asia oriental con el resto del mundo es más del doble del de los Estados Unidos, la UE o el Japón. Por lo tanto, sus tipos de cambio respecto de las monedas del G-3 pueden ejercer mucha influencia sobre su desempeño económico. Tampoco los

Recuadro 5.2

LA INICIATIVA CHIANG MAI

Incluso antes de la crisis financiera de 1997, había un creciente interés en el Asia oriental por lograr en el plano regional una coordinación de la política económica y una cooperación monetaria. Se habían introducido varios acuerdos de permutas y recompras financieras, y esas iniciativas se intensificaron durante la crisis mexicana de mediados del decenio de 1990. Sin embargo, ninguno de esos hechos preparó a la región para los pánicos monetarios de 1997 y 1998.

En una declaración conjunta sobre la cooperación en el Asia oriental hecha pública en la cumbre de "ASEAN + 3" (los 10 miembros de la ASEAN más China, Japón y la República de Corea) de noviembre de 1999, se convino en "fortalecer el diálogo, la coordinación y la colaboración sobre cuestiones financieras, monetarias y fiscales de interés común" (Ministerio de Finanzas, Japón, 2000a: 8). Con ese trasfondo, los Ministros de Finanzas de la región lanzaron la llamada "Iniciativa Chiang Mai" en mayo de 2000, encaminada a implantar una cooperación financiera en varios niveles para ajustarse a la creciente interdependencia económica de los países asiáticos y enfrentar el riesgo consiguientemente mayor de que unos choques financieros pudieran acarrear un contagio regional¹. La Iniciativa se propone usar el marco de ASEAN + 3 para mejorar el intercambio de información sobre los flujos de capital y dar pasos hacia el establecimiento de un sistema de supervisión económica y financiera regional. El núcleo de la Iniciativa es un acuerdo financiero entre los 13 países que reforzaría el mecanismo de apoyo intrarregional frente a los pánicos monetarios. Esas disposiciones, que tomaron como base el anterior Acuerdo de permutas financieras (ASA) de la ASEAN, persiguen completar los mecanismos de cooperación financiera internacional existentes. También se espera que contribuyan a la estabilidad de los tipos de cambio en la región.

El ASA anterior, que se remonta a 1977, comprendía sólo cinco países (Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia). Los fondos totales comprometidos a tenor del acuerdo ascendían a 200 millones de dólares, lo que constituía una cantidad ridícula en comparación con la pérdida combinada de reservas en divisas de 17.000 millones de dólares que los cinco países registraron entre junio y agosto de 1997.

El nuevo ASA previsto en la Iniciativa Chiang Mai incorpora a Brunei Darussalam y permite el acceso gradual de los cuatro países que quedan de la ASEAN (Camboya, Myanmar, República Democrática Popular Lao y Viet Nam). Pero su elemento más importante es la inclusión de acuerdos bilaterales de permutas y recompras financieras entre los países de la ASEAN y China, el Japón y la República de Corea. Los fondos disponibles del nuevo ASA se cifran en 1.000 millones de dólares. No obstante, es probable que los compromisos de los tres países que no pertenecen a la ASEAN con los acuerdos bilaterales de permutas financieras sean sustancialmente superiores a esa cantidad; vendrán determinados por la cuantía de sus reservas en divisas y los montos que se involucraron en acuerdos anteriores entre el Japón y la República de Corea (5.000 millones de dólares) y el Japón y Malasia (2.500 millones de dólares). Las condiciones para beneficiarse de los servicios que se facilitan y también varios aspectos técnicos tienen todavía que concretarse en las negociaciones entre los países de que se trata, pero parece que la asistencia al amparo de los acuerdos bilaterales de permutas financieras estará en principio vinculada a un apoyo del FMI (Ministerio de Finanzas, Japón, 2000b).

¹ Para más información sobre la Iniciativa, véanse Ministerio de Relaciones Exteriores del Reino de Tailandia (2000); Ministerio de Finanzas, Japón (2000a y 2000b); "Asia finance: Central banks swap notes", *The Economist*, 16 de mayo de 2000.

acuerdos regionales los protegerían contra los choques financieros, ya que tienen grandes cantidades de deuda exterior en monedas del G-3.

Estos factores hacen así que una flotación frente a las monedas del G-3 sea poco atractiva y plantea la cuestión de qué constituye un régimen cambiario apropiado en el plano regional. Una opción es esta-

blecer una banda móvil, con el tipo central definido en términos de una cesta de monedas del G-3¹⁰. En el documento conjunto francojaponés citado antes se sugería que un régimen intermedio de esa índole podía ser un paso hacia una unión monetaria:

Una solución posible para muchas economías emergentes de mercado podría ser un régimen de tipo

de cambio flotante dirigido en el que la moneda se mueve dentro de una determinada banda implícita o explícita con su centro establecido con arreglo a una cesta de monedas... tales regímenes pueden ir acompañados durante algún tiempo y en determinadas circunstancias por medidas reglamentarias basadas en el mercado para frenar unas entradas de capital excesivas. (Ministerio de Finanzas, Japón, 2001: 3-4).

En el documento se aducía a continuación que un “grupo de países con estrechos vínculos comerciales y financieros debería adoptar un mecanismo que automáticamente hiciera mover los tipos de cambio de la región en la misma dirección y en porcentajes similares”. Esto implicaría unas bandas fijas para las monedas de los miembros, como en el MTC. Pero tal como muestra la experiencia europea, también sería menester alterar esas bandas con arreglo a los cambios en las tasas de inflación, por ejemplo. Tal régimen, aplicado colectivamente, puede tener que respaldarse con un sistema colectivo de control de los movimientos de capital. Por los motivos ya señalados, es más fácil convenir un control de las corrientes de capital – tanto de las que salen como de las que entran – cuando los países actúan de consuno más bien que por separado. En un acuerdo de esa índole, los flujos intrarregionales de capital pueden desregularse – como en la UME – pero aquéllos que se dirigen a países no miembros o que proceden de ellos tendrían que controlarse – como en los años formativos del SME – con el fin de restringir movimientos a corto plazo potencialmente desestabilizadores.

En todo acuerdo monetario regional tendrían que figurar mecanismos de respaldo de la moneda o las monedas comunes, al objeto de mantener los tipos de cambio acordes con las metas fijadas y desmontar los ataques especulativos. Desde la crisis del Asia oriental, se han hecho varias propuestas para establecer mecanismos regionales de respaldo de las intervenciones en los mercados monetarios y de suministro de liquidez internacional a países que han de hacer frente a unas rápidas salidas de capital. La propuesta de 1997 de establecer un servicio asiático de 100.000 millones de dólares se “hizo descarrilar rápidamente por el Tesoro de los Estados Unidos y el FMI por temer que menoscabaría el papel (y el poder) de este último y haría aún más difícil que la contribución de los Estados Unidos al último

incremento de las cuotas del FMI fuera autorizada por el Congreso de los Estados Unidos” (Mistry, 1999: 108)¹¹. Otra propuesta consistió en poner en común y usar las reservas nacionales para defender las monedas que sufran ataques especulativos y proporcionar liquidez internacional a los países sin las condiciones estrictas que acompañan a los préstamos de las instituciones financieras internacionales. Por ejemplo, en vísperas de la crisis tailandesa de 1997, las reservas netas conjuntas del Asia oriental – Japón incluido – superaban los 500.000 millones de dólares y en el año 2000 habían aumentado a alrededor de 800.000 millones (Park y Wang, 2000). El hecho de que se pongan en común las reservas también puede completarse con acuerdos regionales de préstamo entre bancos centrales regionales, tomando como modelos los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos (AGP) del FMI, tal como ha propuesto recientemente Singapur como forma de asistencia mutua.

Disposiciones tales como la aportación de las reservas nacionales a un fondo común o facilidades de permutas financieras entre bancos centrales pueden sin duda hacer mucho para estabilizar los tipos de cambio, incluso cuando sólo impliquen a países en desarrollo de una región. No obstante, es más probable que resulten más eficaces para suavizar la volatilidad a corto plazo y responder a presiones monetarias aisladas que para afrontar crisis sistémicas. Habida cuenta del comportamiento gregario de los mercados financieros, y de la rapidez e intensidad de los efectos de contagio, quizá sea imposible mantener una banda monetaria del tipo del MTC en tiempos de crisis simplemente recurriendo a ese fondo común de reservas nacionales, si no hay posibilidad de acudir a un prestamista regional de última instancia. Además, mantener un nivel elevado de reservas con tal fin sería una manera muy costosa de asegurarse frente a los pánicos financieros. Tal como se dice en el capítulo siguiente, una alternativa más viable sería recurrir a moratorias unilaterales y a controles cambiarios y de capital cuando se produzcan ataques especulativos.

En un mundo de inestabilidad financiera sistémica y global, todo acuerdo regional encaminado a lograr la estabilidad cambiaria y prevenir así las crisis, y a manejarlas mejor si a pesar de todo ocurren, debería también incorporar varios otros

En todo acuerdo monetario regional tendrían que figurar mecanismos de respaldo a las monedas comunes, al objeto de mantener los tipos de cambio acordes con las metas fijadas y desmontar los ataques especulativos.

Como ha demostrado la experiencia europea, avanzar hacia una unión monetaria puede ser un proceso largo y fatigoso, que requiere voluntad política y una “cultura” de regionalismo. Las iniciativas y propuestas recientes, por modestas que sean, constituyen un paso importante.

mecanismos, con el propósito de garantizar una vigilancia regional acrecentada, compartir información y disponer de un sistema de alerta rápida. Habría que seguir haciendo reformas internas en muchos de los aspectos examinados en el capítulo anterior con miras a disponer de una base adecuada de cooperación regional. Al igual que las medidas nacionales de política económica sin unos acuerdos internacionales apropiados no son suficientes para garantizar mayor estabilidad financiera, las disposiciones regionales pueden fallar si no cuentan con instituciones y políticas internas adecuadas.

Como ha demostrado la experiencia europea, avanzar hacia una unión monetaria puede ser un proceso largo y fatigoso, que requiere voluntad política y una "cultura" de regionalismo. Los acuer-

dos monetarios regionales que vinculen varias monedas nacionales mediante bandas cambiarias pueden encontrar serios problemas aun cuando cuenten con instituciones de apoyo. Para los países en desarrollo no sería fácil repetir la experiencia europea, con o sin la ayuda de los países del G-3. No obstante, la amenaza de crisis financieras virulentas, juntamente con la falta de progresos genuinos en la reforma de la arquitectura financiera internacional, ha creado en los mercados emergentes, sobre todo en el Asia oriental, el sentimiento de que es urgente implantar mecanismos de defensa colectivos en el plano regional. En este contexto, las iniciativas y propuestas recientes, por modestas que sean, constituyen un paso importante.

Notas

1. Por ejemplo, el informe de la Comisión Asesora de Instituciones Financieras Internacionales establecida por el Congreso de los Estados Unidos (conocido comúnmente como el "Informe Meltzer"), recomendaba "que los países eviten tipos de cambio semifijos o ajustables. El FMI debería aprovechar las consultas sobre política económica para recomendar o bien unos tipos firmemente fijos (con juntas monetarias o mediante la dolarización) o tipos fluctuantes" (IFIC, 2000:8). Opiniones similares han sido expuestas por el ex Secretario del Tesoro de los Estados Unidos sobre la elección de un régimen cambiario apropiado, "... que, para economías con acceso a mercados internacionales de capital, significa cada vez más abandonar el terreno intermedio de tipos de cambio semifijos pero ajustables hacia los dos regímenes extremos de o bien unos tipos de cambio flexibles o un tipo de cambio fijo respaldado, en caso necesario, por el compromiso de prescindir totalmente de una política monetaria independiente" (Summers, 2000b: 8).
2. Para estudios previos de este proceso, anteriores al incremento reciente de las corrientes de capital a los mercados emergentes, véanse *TDR 1991* (Segunda parte, cap. III, secc. F); *TDR 1998* (Primera parte, cap. III, secc. B); y *TDR 1999* (Segunda parte, cap. VI).
3. Por ejemplo, el programa brasileño de 1998 acordado con el FMI estipulaba una salida ordenada de la paridad del tipo de cambio mediante devaluaciones graduales a todo lo largo de 1999, así como una financiación de emergencia, pero ello no impidió la crisis.
4. La incapacidad de un país para endeudarse en su propia moneda ha sido designada con la expresión "hipótesis del pecado original" (Hausmann, 1999; Eichengreen y Hausmann, 1999). Un corolario de esa hipótesis es que "... el endeudamiento agregado neto en el exterior de un país ha de hacerse por definición sin cobertura. Admitir esa posibilidad equivaldría a suponer que los países pueden endeudarse en el exterior en su propia moneda pero prefieren no hacerlo, a pesar del hecho de que no parezca existir un mercado para ello (Eichengreen y Hausmann, 1999: 25).
5. Para una evaluación de la experiencia del decenio de 1980, véanse Secretaría de la UNCTAD (1987); Akyüz y Dell (1987); y también *TDR 1990* (Segunda parte, cap. I). Para la experiencia más reciente, véanse *TDR 1993* (Segunda parte, cap. I); *TDR 1994* (Segunda parte, cap. II); *TDR 1995* (Segunda parte, cap. I); *TDR 1996* (Segunda parte, cap. I); y *TDR 1999* (cap. III).
6. Para un debate sobre los costos y beneficios relativos de las paridades duras y los tipos flotantes, véanse Hausmann (1999) y Sachs y Larraín (1999).
7. La primera iniciativa política importante para establecer una unión monetaria europea se tomó en 1969 con la adopción del Informe Werner, que proponía lo siguiente: en la primera etapa, una reducción de los márgenes de fluctuación entre las monedas de los Estados miembros de la Comunidad; en la segunda, la implantación de una libertad completa de los movimientos de capital, con integración de los mercados financieros; y en la etapa final, una fijación irrevocable de los tipos de cambio entre las monedas. En su primer esfuerzo por crear una zona de estabilidad monetaria, la CEE intentó en 1971 que las paridades europeas estuvieran más cercanas entre sí que con el dólar, pero con alguna flexibilidad ("la serpiente monetaria"). La "serpiente" murió rápidamente con el colapso del sistema de Bretton Woods basado en el dólar, pero renació en 1972 con la "serpiente en el túnel", un sistema que acortaba los márgenes de fluctuación entre las monedas de la Comunidad (la serpiente) en relación con aquéllos que se daban entre esas monedas y el dólar (el túnel). Durante las turbulencias monetarias que acompañaron a la crisis del petróleo de 1973, esas disposiciones no podían

- funcionar bien, lo que provocó varias salidas y flotaciones, hasta que se estableció el SME en 1979. El Reino Unido era un miembro del SME pero no participó en el MTC hasta 1990. Para la historia de la integración monetaria europea y el funcionamiento del SME, véase Bofinger y Flassbeck (2000).
8. Para un buen estudio de los mecanismos del apoyo a los pagos externos en la CEE, véase Edwards (1985: 326-346). Como parte del establecimiento de la Unión Económica y Monetaria, el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria – órgano que administraba los servicios financieros a corto plazo como parte del respaldo externo mutuo – se disolvió y sus funciones pasaron al Instituto Monetario Europeo (IME).
 9. Además, había la obligación de tomar las medidas necesarias para el funcionamiento adecuado del sistema fiscal, la supervisión cautelar, etc. Para más detalles, véase Akyüz y Cornford (1995).
 10. Ese régimen se denominó BBC (*basket, band y crawl*, es decir, cesta, banda y deslizamiento) (Williamson, 2000).
 11. Esta fuente también ofrece una discusión detallada de otras propuestas de acuerdos regionales.

LA GESTIÓN DE LAS CRISIS Y EL REPARTO DE LA CARGA

A. Introducción

Cada vez son más los que opinan que una gestión eficaz de las crisis financieras en los mercados emergentes requiere una juiciosa combinación de medidas en tres frentes: una respuesta de la política macroeconómica interna, en particular con disposiciones monetarias y fiscales y ajustes cambiarios; un suministro adecuado y a su debido tiempo de liquidez internacional con una condicionalidad apropiada; y la participación del sector privado, especialmente de los acreedores internacionales. Con la ventaja de la experiencia, ahora se conviene en que la respuesta internacional de la política económica a la crisis asiática distó de ser óptima, al menos durante la fase inicial. Se hizo recaer una carga excesiva sobre la acción interna; más que restablecer la confianza y estabilizar los mercados, las subidas de los tipos de interés y la austeridad fiscal sirvieron para que la recesión se agudizara y los problemas financieros de los deudores privados se agravasen. El conjunto de medidas internacionales de ayuda se proponía no tanto proteger a las monedas frente a ataques especulativos o financiar las importaciones como atender a las demandas de los acreedores y mantener una cuenta de capital abierta. Más bien que involucrar a los acreedores privados en la gestión y solución de las crisis, la intervención internacional, coordinada por el FMI, sirvió en efecto para que esos acreedores salieran bien librados¹.

Uno de los principales objetivos que se persiguen al procurar que el sector privado participe en la solución de las crisis es redistribuir el reparto de la carga entre acreedores oficiales y privados así como entre deudores y acreedores.

Esta forma de intervención se pone cada vez más en entredicho por razones de riesgo moral y de equidad. Se considera que impide una disciplina de mercado y fomenta los préstamos imprudentes, ya que los acreedores privados son pagados con dinero oficial y no pechan con las consecuencias de los riesgos que asumen. Incluso cuando la deuda exterior ha sido contraída por el sector privado, la carga recae en definitiva sobre los contribuyentes del país deudor, ya que los gobiernos se ven a menudo obligados a actuar como garantes. Al mismo tiempo, los fondos requeridos para esas intervenciones se han ido haciendo más y más cuantiosos y están ahora alcanzando los límites de la aceptabilidad política. Así, uno de los principales objetivos que se persiguen al procurar que el sector privado participe en la solución de las crisis es redistribuir el reparto de la carga entre acreedores oficiales y privados así como entre deudores y acreedores.

Por estos motivos, el asunto de la participación del sector privado y del suministro de asistencia oficial en la gestión y solución de las crisis goza de un orden de preferencias elevado en el debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional desde que se desencadenó la crisis del Asia oriental. Sin embargo, a pesar de largas deliberaciones y de una proliferación de reuniones y foros, la comunidad internacional no ha sido capaz de llegar a un acuerdo

sobre cómo involucrar al sector privado y cómo facilitar los préstamos oficiales en las crisis financieras. Tal como ha reconocido el FMI “si bien se han cosechado algunos éxitos en la tarea de lograr una participación concertada del sector privado, cada vez se ha hecho más patente que la comunidad internacional no dispone de los instrumentos que

serían necesarios para asegurar una participación razonablemente ordenada – y en el momento oportuno – del sector privado” (FMI, 2000f: 10). En este capítulo se examina ese problema con un estado de la cuestión, un análisis de los aspectos que quedan por resolver y una evaluación de las diversas opciones propuestas.

B. La participación del sector privado y las reestructuraciones ordenadas de la deuda

La participación del sector privado en la solución de las crisis financieras se refiere a que los acreedores internacionales no exijan o incluso incrementen los préstamos otorgados a un país deudor que tenga serias dificultades para cumplir con sus obligaciones financieras externas, así como a las disposiciones que alteren los términos y condiciones de esa situación, como renovaciones de los vencimientos y condonaciones de deuda². En este contexto, resulta útil distinguir entre mecanismos destinados a prevenir el pánico y unas situaciones de intranquilidad general sobre la deuda que se alimentan por sí solas, por un lado, y los encaminados a repartir la carga de una crisis entre deudores y acreedores, por el otro. Si la participación del sector privado ayuda a reprimir el afán por hacerse con activos, también se reducirá la carga que habría que repartir. Por ejemplo, una moratoria de la deuda y su renovación pueden impedir que una crisis de liquidez se transforme en insolvencias y suspensiones de pagos generalizadas al ayudar a que se establezcan la moneda y los tipos de interés. En este sentido, la participación del sector privado en las crisis financieras no es siempre un juego de suma cero. También puede contribuir a que se resuelvan los conflictos de intereses entre los propios acreedores al asegurar un trato más equitativo.

Los protagonistas del mercado suelen aducir que los inversores extranjeros casi siempre pagan la parte que les corresponde de las crisis financieras en los mercados emergentes. Según esa opinión, los bancos internacionales incurren en pérdidas como consecuencia de atrasos y quiebras, mientras que los tenedores de bonos internacionales se ven perjudicados porque las dificultades financieras de los deudores afectan a la cotización en el mercado de esos valores, y casi todos los inversores privados ajustan sus posiciones al mercado (Buchheit, 1999: 6). Las pérdidas registradas en los mercados internos

de bonos y acciones también se citan como un ejemplo de cómo el reparto de la carga llega a los inversores privados³.

Al sopesar el menoscabo de los acreedores, hay que tener presente que, en tanto en cuanto el valor de la deuda se mantenga invariable, las pérdidas del valor nominal de mercado pueden entrañar sólo una redistribución entre inversores. Por una parte, las pérdidas netas de los acreedores muchas veces se ven compensadas por los diferenciales de riesgo de los préstamos a mercados emergentes. Por ejemplo, en vísperas de la crisis asiática, la deuda total de los mercados emergentes con los bancos era de cerca de 800.000 millones de dólares. Si se toma una cifra modesta de 300 puntos básicos como el diferencial medio de esos préstamos se obtendría una suma de más de 20.000 millones de dólares anuales como prima de riesgo, en comparación con las pérdidas totales estimadas del valor nominal de mercado⁴ de los bancos foráneos de alrededor de 60.000 millones de dólares registradas en las crisis de los mercados emergentes desde 1997.

Los inversores extranjeros participan directamente en el reparto de la carga cuando sus inversiones están denominadas en la moneda del país deudor y se apresuran a retirarlas. Esto les causa un doble perjuicio, al provocar agudas caídas tanto de los precios de los activos como del valor de la moneda del país de que se trate. Por ese motivo, se espera que los países que se endeudan en su propia moneda (o hacen suya una moneda de reserva) sean menos propensos a crisis monetarias y de deuda, ya que las pérdidas potenciales actuarían como un elemento de disuasión de las salidas rápidas y los ataques especulativos.

Sin embargo, la denominación de la deuda exterior en la moneda del país deudor no elimina el llamado problema de la acción colectiva que explica

la carrera precipitada por cobrar las deudas y que al ser provocada por el pánico se alimenta por sí sola y ofrece la razón de ser principal de las suspensiones del pago de la deuda; aunque los acreedores en cuanto grupo saldrán mejor parados si mantienen sus créditos, cada uno de los inversores por separado tiene un incentivo para salir más rápidamente por temer que otros lo hagan antes. El declive consiguiente de los precios de los activos internos y del valor de la moneda no sólo perjudica a los acreedores sino también repercute mucho sobre la economía del país deudor. En algunos casos, podría haber asimismo un movimiento atropellado hacia los sólidos bancos extranjeros implantados en el país, haciendo recaer una carga particular sobre los bancos locales y más pequeños y otras entidades financieras. Por estos motivos, los gobiernos de los países deudores se ven muchas veces obligados a tomar medidas para impedir una rápida salida de las inversiones extranjeras de los mercados internos de capital. Esas acciones pueden ir más allá de un endurecimiento monetario.

En México, por ejemplo, las presiones del mercado forzaron en 1994 al Gobierno a pasar de los *letes* denominados en pesos a los *tesebonos* indicados en dólares, con la esperanza de que la supresión de los riesgos monetarios persuadiría a los acreedores extranjeros a permanecer. Sin embargo, esto no impidió que acabase registrándose una salida precipitada, un colapso del peso y unas subidas de los tipos de interés. Así, incluso cuando la deuda exterior está denominada en la moneda nacional, los acuerdos para involucrar a los acreedores privados mediante moratorias y renovaciones de la deuda pueden contribuir mucho a una mayor estabilidad financiera.

Tal como se discute detalladamente en el *TDR 1998*, la razón de ser y los principios básicos de una liquidación ordenada de la deuda pueden encontrarse en los procedimientos concursales nacionales. Aunque el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos es la referencia más citada, otros grandes países industriales aplican principios similares. Estos principios combinan tres elementos fundamentales: i) disposiciones para una moratoria automática del servicio de la deuda que impida que los acreedores se lancen a una carrera para hacerse con los activos; ii) mantener el acceso del deudor al capital de explotación necesario para la continuación de sus operaciones (es decir, que se le preste para enjugar los atrasos); y iii) un acuerdo para reorganizar el activo y el pasivo del deudor, incluidas una renovación de la deuda, una extensión de los préstamos vigentes, y una condonación o conversión de la deuda. El modo en que estos elementos se

combinen dependerá de las particularidades de cada caso, pero la finalidad es repartir la carga del ajuste entre el deudor y los acreedores y asegurar una distribución equitativa de los costos entre estos últimos.

Con esos procedimientos, la moratoria da al deudor el respiro necesario para formular un plan de reorganización de la deuda. Si bien, en principio se recaba el acuerdo de los acreedores para reestructurar la deuda, el procedimiento se propone desalentar posturas minoritarias al requerir la aprobación por una mayoría de los acreedores – y no por unanimidad – del plan de reorganización. El tribunal de quiebras

actúa de arbitro neutral para facilitar las cosas, y en caso necesario tiene competencias para imponer una solución obligatoria respecto de las peticiones concurrentes de los acreedores y el deudor en virtud de las cláusulas llamadas de “cramdown”, que disponen una aceptación forzosa.

Como es lógico, aplicar procedimientos concursales nacionales a deudas transfronterizas plantea cuestiones bastante

complejas. Con todo, no serían menester unas normas internacionales completas sobre bancarrotas para asegurar una reestructuración ordenada de deudas internacionales. El elemento básico es una suspensión vinculante del pago de la deuda sancionada internacionalmente. En determinadas circunstancias, cabría llegar a un acuerdo sobre una moratoria voluntaria con los acreedores pero, tal como reconoce el FMI, “... frente a unas salidas generalizadas de capital, no es fácil llegar a un acuerdo con los correspondientes inversores residentes y no residentes...” (FMI, 2000f: 10). Por otra parte, si bien los países deudores pueden optar por imponer una suspensión unilateral de pagos, sin una base legal esa acción crearía considerable incertidumbre reduciendo así la probabilidad de una reestructuración ordenada de la deuda. Además, disuadiría a los deudores el temor a que los acreedores emprendieran acciones judiciales y consiguieran que se embargaran los activos, así como unos efectos adversos y duraderos sobre su reputación.

La moratoria en el caso de una deuda soberana entraña una suspensión de pagos por los propios gobiernos, mientras que en la deuda exterior privada requiere una imposición de controles cambiarios temporales que restrinjan los pagos al exterior de determinadas transacciones, incluidos los pagos por intereses. También pueden ser necesarias mayores cortapisas de las transacciones de capital de residentes y no residentes (como la adquisición de activos en el extranjero o la repatriación de capital

Si bien los países deudores pueden optar por imponer una suspensión unilateral de pagos, sin una base legal esa acción crearía considerable incertidumbre reduciendo así la probabilidad de una reestructuración ordenada de la deuda.

foráneo). Claramente, hasta qué punto la suspensión del pago de la deuda tendría que combinarse con medidas de esa índole dependerá de las mayores o menores restricciones a que esté ya sometida la cuenta de capital.

Como las moratorias y los controles cambiarios tienen que imponerse y aplicarse rápidamente, la decisión incumbiría al país de que se tratase, a reserva de un examen ulterior por un órgano internacional. Según una propuesta, la decisión tendría que sancionarse por el FMI. Naturalmente, para que el deudor gozara de una protección frente a acusaciones de insolvencia, sería menester que esa sanción fuera legalmente reconocida por los tribunales nacionales. Tal cosa requeriría una interpretación amplia del Artículo VIII 2) b) del Convenio Constitutivo del FMI, lo que podría hacerse por el Directorio Ejecutivo del Fondo o mediante una enmienda al Convenio para que cubriera las suspensiones de deuda. En este contexto, el Canadá ha propuesto una cláusula de moratoria en caso de emergencia que tendría que ser aprobada por los miembros del FMI (Departamento de Finanzas, Canadá, 1998).

No obstante, como se decía en el *TDR 1998*, el Directorio del FMI no es un órgano neutral, del que no cabe esperar, por tanto, que actúe como árbitro independiente, ya que los países afectados por sus decisiones figuran también entre sus accionistas. Además, como el propio Fondo es un acreedor y tiene competencias para imponer condiciones a los países endeudados, pueden surgir conflictos de intereses respecto tanto de los deudores como de otros acreedores. Un procedimiento adecuado sería establecer un comité independiente para sancionar esas decisiones. Esto sería así similar, en aspectos importantes, a las disposiciones de salvaguardia del

GATT/OMC que permiten a los países en desarrollo tomar medidas urgentes cuando se enfrentan con dificultades de balanza de pagos (véase el recuadro 6.1).

Para los prestatarios privados la reestructuración de su deuda debería hacerse en principio con los procedimientos concursales nacionales. Sin embargo, esos procedimientos siguen siendo muy inadecuados en casi todos los países en desarrollo (véase el apartado B.6 del capítulo IV). Promover una reprogramación ordenada de la deuda privada, por tanto, dependerá crucialmente de que se establezcan y desarrollen procedimientos apropiados. Las disposiciones ordinarias para resolver bancarrotas individuales pueden resultar inapropiadas y difíciles de aplicar en una crisis más extendida, y sería menester proporcionar una protección general a los deudores cuando las bancarrotas revistan carácter sistémico. Una de las propuestas que se han formulado es la que consiste en "... facilitar una protección casi automática a los deudores cuando la deuda aumente por causa de una devaluación superior a cierto margen..." (Miller y Stiglitz, 1994: 4). Claramente, la necesidad de tal protección dependerá de hasta qué punto las moratorias y los controles cambiarios logren prevenir declives pronunciados de las monedas. Para los deudores soberanos, es difícil arbitrar procedimientos concursales formales en el plano internacional, pero también debería otorgárseles un cierto grado de protección frente a incrementos de deuda producidos por colapsos monetarios. Mas allá de esto, las negociaciones entre deudores y acreedores parecen ser la única solución viable. Como ya se dijo, esas negociaciones podrían verse facilitadas si se incluyeran diversas cláusulas en los contratos de deuda, así como con una intervención apropiada de las instituciones financieras multilaterales.

DISPOSICIONES SOBRE BALANZA DE PAGOS DEL GATT Y EL GATS Y RESTRICCIONES CAMBIARIAS

Las disposiciones sobre balanzas de pagos de los Artículos XII y XVIII B del GATT de 1994 permiten a un Miembro suspender las obligaciones que le fija el Acuerdo e imponer restricciones a la importación con el fin de oponerse a una disminución importante de sus reservas monetarias o proteger de otro modo su nivel, o de asegurar un nivel de reservas adecuado para la aplicación de su programa de desarrollo económico¹. El Artículo XVIII B (que es una parte del Artículo XVIII que se ocupa de la ayuda del Estado para favorecer el desarrollo económico) aborda especialmente las dificultades de pagos provenientes principalmente de los esfuerzos de un país por ampliar sus mercados interiores o causadas por la inestabilidad de su relación de intercambio. Entre las acciones permisibles figuran restricciones cuantitativas y medidas basadas en los precios. Al aplicar esas restricciones, el Miembro puede seleccionar determinados productos o grupos de productos. La decisión se toma unilateralmente, notificándola a la Secretaría de la OMC y consultando después a otros Miembros del Comité de Restricciones por Balanza de Pagos. Las restricciones se imponen con carácter temporal y se espera que se levanten cuando las condiciones mejoren. Sin embargo, no se requiere del Miembro que remueva las restricciones modificando su política de desarrollo.

Disposiciones similares se encuentran en el Artículo XII del Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (GATS), que estipula que en caso de existencia o amenaza de graves dificultades financieras exteriores y de balanza de pagos, un Miembro podrá adoptar o mantener restricciones en el comercio de servicios respecto de los que haya contraído compromisos específicos, con inclusión de los pagos o transferencias por concepto de transacciones referentes a esos compromisos. Aquí también, tales restricciones se proponen lograr, entre otras cosas, el mantenimiento de un nivel de reservas financieras suficientes para la ejecución de un programa de desarrollo económico o de transición económica. Las condiciones y modalidades relacionadas con la aplicación de esas restricciones son similares a lo dispuesto en el GATT de 1994 sobre balanza de pagos.

Claramente, esas cláusulas se proponen evitar condiciones en las que los países se vean forzados a sacrificar el crecimiento económico y el desarrollo como consecuencia de dificultades temporales originadas en la cuenta corriente de la balanza de pagos, en particular déficit comerciales. Aunque no puedan ser invocadas directamente para restringir las transacciones de divisas e imponer moratorias temporales de la deuda en momentos de graves dificultades de pagos como consecuencia de una huida precipitada de capitales – con la consiguiente crisis en la cuenta de capital – recurrir a esas cláusulas en tales circunstancias sería totalmente conforme con el espíritu que las anima.

¹ Para un análisis más detallado, véanse Jackson (1997, cap. 7); y Das (1999, cap. III. 3).

C. El debate reciente en el FMI

A pesar de sus beneficios potenciales tanto para deudores como para acreedores, la participación del sector privado en la solución de las crisis ha resultado ser unos de los asuntos más controvertidos del debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional. Si bien se ha venido a reconocer cada vez más en todo el mundo que la disciplina del mercado sólo funcionará si los acreedores soportan las consecuencias de los riesgos que asumen, no se ha podido llegar a un acuerdo sobre cómo lograrlo. Según una opinión, un planteamiento voluntario y caso por caso constituiría el modo más eficaz de involucrar al sector privado en la solución de una crisis. Otro parecer es que, para una mayor estabilidad financiera y un reparto equitativo de la carga, es preferible un enfoque mediante normas vinculantes. Esta divergencia de criterios no se da sólo entre países deudores y acreedores sino también entre los principales países acreedores.

El principal argumento a favor de un sistema basado en normas es que un planteamiento caso por caso podría conducir a un trato asimétrico no sólo entre deudores y acreedores sino también entre diferentes acreedores. Además, dejaría mucho margen a algunas grandes potencias industriales, que tienen mucho peso en las instituciones financieras internacionales, para decidir qué tipo de intervención se haría en una crisis en mercados emergentes. Los agentes privados del mercado, así como algunos grandes países industriales, se oponen por lo general a mecanismos no voluntarios en razón de que crean un riesgo moral para los deudores, alteran el equilibrio del poder de negociación a favor de estos últimos, demoran el restablecimiento del acceso al mercado y pueden usarse para posponer los ajustes necesarios⁵.

El reciente debate en el FMI sobre la participación del sector privado en la solución de las crisis parece haberse centrado en tres mecanismos. En primer lugar, se acepta que el Fondo debería procurar, cuando proceda, servir de catalizador para que otros acreedores faciliten préstamos a un país que tenga dificultades de pagos. Si esto no procede, o si

no logra atraer al sector privado, el país deudor debería intentar llegar a un acuerdo con sus acreedores sobre una moratoria voluntaria. Por último, se reconoce, que en último extremo el país deudor podría encontrar necesario imponer una suspensión unilateral de los pagos cuando no resulte viable un acuerdo voluntario. Todas estas medidas deberían ir también acompañadas de un endurecimiento fiscal y monetario apropiado y de un ajuste del tipo de cambio. Un informe de la reunión del Directorio Ejecutivo del FMI sobre la participación del sector privado en la solución de las crisis financieras indicaba lo siguiente:

Si bien se ha venido a reconocer cada vez más en todo el mundo que la disciplina de mercado sólo funcionará si los acreedores soportan las consecuencias de los riesgos que asumen, no se ha podido llegar a un acuerdo sobre cómo lograrlo.

Los directores convinieron que con arreglo al marco sugerido para involucrar al sector privado la posición del Fondo tendría que ser flexible, y las complejas cuestiones

suscitadas requerirían que se actuara con mucho juicio... En los casos en que las necesidades de los miembros sean relativamente pequeñas o cuando, a pesar de unas necesidades financieras grandes, las perspectivas del país miembro de acceder al mercado en un próximo futuro sean buenas, cabría esperar que el hecho de que a una fuerte política de ajuste se sumara el respaldo del Fondo sirviera de catalizador para lograr una participación del sector privado. En otros casos, sin embargo, cuando una pronta restauración del acceso al mercado en condiciones consistentes con la sostenibilidad externa a plazo mediano se juzgue poco realista, o cuando la carga de la deuda sea insostenible, podrá ser necesario más apoyo concertado de los acreedores privados, incluida tal vez una reestructuración de la deuda ...

Los directores observaron que el término "moratoria" cubre toda una gama de técnicas para reducir el pago neto del servicio de la deuda o las salidas netas de capital después de que un país haya perdido el acceso espontáneo a los mercados internacionales de capital. Tales técnicas van desde acuerdos voluntarios con los acreedores para limitar las salidas netas de capital a diversos medios concertados para lograr ese objetivo.

Los directores insistieron en que el modo de abordar la solución de una crisis no debe menoscabar la obligación de los países de pagar su deuda de modo completo y a su debido tiempo. No obstante,

señalaron que en circunstancias extremas, cuando no sea posible llegar a un acuerdo sobre una moratoria voluntaria, los miembros pueden encontrar necesario, como último recurso, imponer una suspensión unilateral. Los directores indicaron que ... podría correrse el riesgo de que esa acción desencadenara una salida de capitales. Reconocieron que si un endurecimiento de la política financiera y una flexibilidad cambiaria apropiada no lograban contener esas salidas, un miembro se vería obligado a considerar si procedía introducir controles más completos del tipo de cambio o del capital (FMI, 2000h)⁶.

Claro está, que siempre existe la posibilidad de unas operaciones de socorro en gran escala. Algunos países al parecer intentaron excluir esa posibilidad, pero no pudieron conseguir un consenso:

Varios directores se mostraron partidarios de vincular, mediante una sólida presunción, la necesidad de una participación concertada del sector privado al nivel del acceso de esos miembros a los recursos del Fondo. Esos directores señalaron que un enfoque basado en normas daría más capacidad de predicción al marco sugerido para la participación del sector privado, a la vez que limitaría el riesgo de que una financiación en gran escala se usara para facilitar a ese sector su salida. Muchos otros directores, sin embargo, hicieron hincapié en que la introducción de un nivel mínimo de acceso a los recursos del Fondo, por encima del cual se requeriría automáticamente una participación concertada del sector privado, podría en algunos casos obstar que un miembro volviese a acceder al mercado y malograr las perspectivas de que el enfoque catalítico lograra tal participación.

Tampoco hubo acuerdo sobre la posibilidad de facultar al FMI para que imponga una paralización de

las acciones judiciales de los acreedores con el fin de proporcionar una protección legal a los deudores que establecen moratorias temporales:

Casi todos los directores consideraron que el mecanismo apropiado para mostrar que el Fondo aceptaba la suspensión impuesta por un miembro era que hiciera un préstamo para sufragar los atrasos a los acreedores privados...Algunos directores eran partidarios de enmendar la sección 2b) del Artículo VIII para que el Fondo pudiera proporcionar a un miembro alguna protección contra el riesgo de acciones judiciales mediante una paralización temporal de las mismas. Otros directores no apoyaban ese enfoque, y observaron que en casos recientes la capacidad de los miembros para llegar a acuerdos cooperativos con acreedores privados no se había visto menoscabada porque se hubieran emprendido tales acciones.

Sin duda se necesita mucha flexibilidad para manejar las crisis financieras, ya que su forma y severidad pueden variar entre un país y otro. No obstante, las prácticas actuales dejan demasiado margen al Fondo y a sus principales accionistas para decidir el calendario y el alcance de la financiación oficial que

debería proporcionarse y en qué condiciones; cuánta participación del sector privado se requeriría; y en qué circunstancias prestaría el Fondo su respaldo a unas suspensiones unilaterales de los pagos y a unos controles de capital. El marco sugerido no logra por lo general disipar las principales preocupaciones de los países deudores sobre el reparto de la carga en la solución de las crisis y acerca de las modalidades del apoyo y la condicionalidad del FMI. Tampoco proporciona pautas claras para influir en las expectativas y comportamiento de deudores y acreedores con miras a lograr mayor estabilidad.

Las prácticas actuales dejan demasiado margen al Fondo y a sus principales accionistas para decidir el calendario y el alcance de la financiación oficial que debería proporcionarse y en qué condiciones.

D. La asistencia oficial, el riesgo moral y el reparto de la carga

La discusión anterior muestra que ahora se pone más el acento en la participación del sector privado al diseñar la asistencia oficial a los países que atraviesan por dificultades financieras. Entre los elementos de esa estrategia figuran el usar la ayuda para propiciar la financiación privada, el hacer préstamos para enjugar los atrasos y precipitar así el acuerdo entre deudores y acreedores, y el condicionar

dicha asistencia a una participación previa del sector privado. Algunas de estas medidas en realidad se emplearon para resolver la crisis de la deuda del decenio de 1980, aunque sus objetivos no siempre se cumplieron totalmente. Por ejemplo, en el llamado Plan Baker, los préstamos oficiales a países en desarrollo muy endeudados buscaban desempeñar un papel catalítico, pero se tropezó con la oposición

cerrada de los bancos comerciales, que rehusaron conceder créditos a esos países. La práctica del FMI de prestar a deudores que hayan incurrido en atrasos en los pagos a acreedores privados se remonta al Plan Brady de 1989, cuando los bancos comerciales ya no estaban dispuestos a seguir cooperando en la reestructuración de la deuda del tercer mundo, al haber hecho una provisión de fondos suficiente y reducido sus créditos a prestatarios de países en desarrollo. Una decisión del Directorio del FMI de septiembre de 1998 reconoció oficialmente que los préstamos para pagar atrasos formaban parte de la política crediticia de la institución y extendió esa práctica a los bonos y los créditos no bancarios con la esperanza de que ello ayudaría a los países con programas de ajuste aprobados por el Fondo a reestructurar su deuda privada⁷.

La insistencia actual en que la asistencia oficial se condicione a la participación del sector privado se traduce en el compromiso de no prestar o no aliviar oficialmente la deuda a menos que los mercados privados renueven similarmente las deudas que llegan a su vencimiento, presten dinero nuevo o reestructuren sus activos. Esa estrategia, que ha venido a conocerse como la "comparabilidad de trato", se propone no sólo prevenir el riesgo moral en lo que atañe a los acreedores privados, sino también asegurar una forma aceptable de reparto de la carga entre los acreedores privados y los oficiales. El principio en que se basa es que no debería facilitarse asistencia pública a menos que los deudores reciban alguna ayuda de acreedores privados, y ninguna clase de éstos debería quedar exenta de asumir una parte de la carga⁸. En 1999, los acreedores del Club de París aconsejaron concretamente al Pakistán que buscara un trato comparable de los tenedores privados de sus bonos reprogramando sus obligaciones en eurobonos. No obstante, esta política no parece haberse aplicado en el caso de la asistencia oficial reciente al Ecuador, cuando el FMI no insistió en que ese país llegara a un acuerdo de reestructuración con los tenedores de sus bonos Brady como condición previa de la asistencia oficial (véanse el recuadro 6.2; y Eichengreen y Ruhl, 2000: 19).

Ciertamente, el que se ponga el acento en el reparto de la carga y en un trato comparable entre acreedores privados y oficiales constituye un gran avance respecto de las estrategias sobre la deuda seguidas en el decenio de 1980 y en las crisis más recientes de mercados emergentes. Durante esos episodios, la intervención oficial se propuso principalmente hacer que los deudores soberanos se mantuvieran al corriente de sus pagos a los acreedores privados y la prioridad acordada a la

deuda multilateral se mantuvo sin cambios. No obstante, el hacer hincapié sobre el reparto de la carga entre los acreedores no conduce necesariamente a mejores resultados sobre la cuestión más importante de ese reparto entre deudores y acreedores.

A este respecto, una cuestión fundamental es si una estrategia que haga depender la asistencia oficial de la participación del sector privado puede promover una reestructuración ordenada de la deuda con los acreedores privados. La razón de ser de esa estrategia es que si el Fondo fuera a mantenerse al margen y negarse a prestar a un país con problemas financieros a menos que los mercados renueven primero sus obligaciones, los acreedores privados se encontrarían con la perspectiva de una falta de pago, lo que les incitaría a negociar y a llegar a un acuerdo con el deudor. El punto más débil de esa estrategia es que si la falta de pago no resulta muy costosa, los acreedores tendrán pocos incentivos para reestructurar lo que se les debe. En cambio, si resulta costosa, el FMI no podrá

mantenerse a un lado y dejar que las cosas sucedan, ya que la amenaza a la estabilidad financiera internacional, así como al país de que se trate, sería grande. La insistencia en la no intervención del FMI no sería más creíble que un anuncio de un gobierno de que no hará nada para salvar a unos ciudadanos que hubieran construido sus viviendas en una llanura proclive a inundaciones⁹. Este dilema refuerza los argumentos a favor de normas explícitas que prohíban construir viviendas en lugares que se pueden inundar o que eviten una carrera para hacerse con activos¹⁰.

Parece así que una estrategia solvente para involucrar al sector privado en la solución de las crisis debería combinar las moratorias temporales con límites estrictos en el acceso a los recursos del Fondo. A decir verdad, tal estrategia ha recibido un mayor apoyo en los últimos años¹¹. Según una opinión, el acceso podría limitarse aplicando una penalización en los tipos. Sin embargo, como es poco probable que medidas de esa índole basadas en los precios logren impedir un endeudamiento apresurado en situaciones de crisis, se necesitarán límites cuantitativos. Un informe reciente del Consejo de Relaciones Exteriores de los Estados Unidos (CFR) sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional argumentaba que el FMI debería aplicar en todo momento unos límites al acceso normal calculados en el 100% de la cuota anual y el 300% sobre una base acumulativa, y que los países deberían poder recurrir a moratorias unilaterales cuando esa financiación resulte insuficiente para estabilizar los mercados y sus balanzas de pago. Las cantidades comprometidas en intervenciones recientes en las

Una estrategia solvente para involucrar al sector privado en la solución de las crisis debería combinar las moratorias temporales con límites estrictos en el acceso a los recursos del Fondo.

Recuadro 6.2

ACUERDOS RECIENTES SOBRE REESTRUCTURACIÓN DE BONOS

Varios acuerdos recientes sobre reestructuración de bonos soberanos han sido muy celebrados por la comunidad internacional en razón de su éxito "... para acabar con expectativas insostenibles de algunos inversores de que los bonos soberanos internacionales eran en la práctica inmunes a una reestructuración..." (FMI, 2000f: 10). No obstante, también muestran que, con los actuales acuerdos institucionales, no existen mecanismos para proceder a una reestructuración ordenada de bonos soberanos, y que el proceso puede resultar complejo y tedioso¹. El que se logre sentar a los tenedores de bonos en la mesa de negociación no depende tan sólo de la presencia de CAC en los documentos correspondientes. Una amenaza verosímil de impago puede ser igual de eficaz. Sin embargo, aun entonces, los deudores no tienen garantías de recibir un alivio apreciable de la deuda, especialmente con arreglo a los valores del mercado.

El Pakistán reestructuró sus bonos internacionales a finales de 1999 sin invocar las CAC que figuraban en los documentos de emisión, prefiriendo ofrecer el canje voluntario de sus eurobonos por un nuevo instrumento de seis años, que fue aceptado por una mayoría de tenedores. Los problemas de comunicación no fueron graves porque los bonos estaban en poder de tan solo unos pocos inversores pakistaníes. Se cree que la presencia de CAC y de un síndico, así como la petición del Club de París de extender "la comparabilidad de trato" a los eurobonos, juntamente con una amenaza de impago tomada en serio, desempeñaron un papel importante en que no hubiera posiciones minoritarias disidentes². No obstante, los términos de la reestructuración fueron muy favorables para los tenedores en comparación con el precio de mercado, y los nuevos bonos ofrecidos eran más líquidos. Según el FMI, hubo un "peinado" para los acreedores en comparación con el precio admitido pero no con el valor relativo de mercado, y aunque el impacto inicial de la reestructuración sobre el perfil de la deuda del país fue más bien positivo, "en el año 2001 las estimaciones de mercado sugieren que los pagos del servicio de la deuda retrocederán a los niveles anteriores a la reestructuración y serán superiores para lo que queda de vigencia del bono canjeado" (FMI, 2000g: 137 y cuadro 5.2).

Por el contrario, Ucrania hizo uso de las CAC presentes en cuatro de sus bonos en vigor en una reestructuración concluida en abril de 2000. A diferencia del Pakistán, los bonos estaban muy repartidos entre tenedores minoristas, particularmente en Alemania, pero el país se las arregló para obtener el acuerdo de los titulares de más del 95% del valor de la deuda pendiente. Como en el Pakistán, sin embargo, esto entrañó sólo la extensión de los vencimientos del principal más bien que un alivio, ya que la reorganización se hizo ajustándose a lo que cotizaba el mercado. En realidad, hubo una ganancia neta de los acreedores respecto del valor de mercado (FMI, 2000g, cuadro 5.2).

Desde mediados de 1999 el Ecuador empezó a encontrar serias dificultades para pagar los intereses de sus bonos Brady, que acabaron en una suspensión de pagos en el segundo semestre del año. Como una renovación al vencimiento no habría brindado una solución, el país buscó reducir mucho la deuda ofreciendo un canje por bonos internacionales emitidos a tipos de mercado, pero con un vencimiento de 20 años. Tal cosa fue rechazada por los tenedores, que además votaron por una aceleración. Después de varios intentos fallidos, el Ecuador invitó a ocho de los mayores tenedores institucionales de sus bonos a sumarse a un Grupo Consultivo, con miras a arbitrar un mecanismo oficial de comunicación con los obligacionistas más bien que negociar las modalidades de una oferta de canje. A mediados de agosto, los tenedores aceptaron la oferta del Ecuador de canjear los bonos Brady cuyo pago se había interrumpido por bonos internacionales a 30 años con una reducción del 40% del principal, cuando el descuento del mercado era de más del 60%. Esto se tradujo en una ganancia neta de los acreedores en relación con el valor de mercado³.

¹ Sobre estos casos de reestructuración, véanse De la Cruz (2000); Eichengreen y Ruhl (2000); Buchheit (1999); y FMI (2000g, recuadro 5.3).

² Para una opinión diferente sobre el impacto de la petición del Club de París, véase Eichengreen y Ruhl (2000: 26 – 28).

³ Para un estudio de la reestructuración ecuatoriana, véase Acosta (2000).

crisis de mercados emergentes, desde la de México en 1995, superaron con mucho esos límites, suponiendo del orden del 500 al 1.900% de la cuota.

Sin embargo, al fijarse esos límites al acceso, debería reconocerse que las cuotas del FMI se han quedado a la zaga del crecimiento de la producción, el comercio y las corrientes financieras en el mundo, y que su nivel actual no puede ofrecer unos patrones apropiados para evaluar las dimensiones del conjunto de medidas que tome el Fondo en cada caso. Según una estimación, ajustar las cuotas al crecimiento de la producción y el comercio mundiales desde 1945 obligaría a multiplicarlas por tres y por nueve, respectivamente (Fischer, 1999). En una propuesta anterior – hecha en un documento del FMI en vísperas de la crisis mexicana – que proponía crear un servicio de financiación a corto plazo para intervenir en las crisis, se consideraba el 300% de la cuota como posible límite superior (véase el *TDR 1998*, cap. IV, secc. B.4). Esas cantidades parecen ser más realistas que los actuales límites al acceso normal.

Los recursos del Fondo no son la única fuente de las medidas conjuntas de ayuda, que en muchos casos se basan incluso en dinero suministrado por algunos grandes países acreedores. Tal proceder ha incrementado a menudo la posibilidad de que estos países actúen en defensa de sus propios intereses nacionales al arbitrar las medidas de ayuda, incluidas las condiciones que acompañan a los préstamos. Es muy probable que los principales países acreedores sigan procediendo de ese modo siempre y cuando vean sus intereses afectados, y algunos países deudores pueden incluso preferir unos acuerdos bilaterales con ellos más bien que recurrir a canales multilaterales. No obstante, con independencia de los préstamos bilaterales, deberían observarse en las crisis unos límites en el acceso a los recursos del Fondo. Además, es conveniente mantener esos acuerdos bilaterales ad hoc separados de los préstamos multilaterales con el fin de evitar que influyan indebidamente en la política del Fondo sus principales accionistas.

Una cuestión fundamental es si esos límites en el acceso podrían rebasarse en determinadas circunstancias. Por ejemplo, sin perjuicio de defender límites estrictos, el informe del CFRTF sugería que “en el caso poco usual en que parezca existir una crisis sistémica (esto es, una crisis en varios países en la que de no intervenir quedaría amenazada toda la economía mundial y donde exista una incapacidad generalizada de los mercados privados de capital para distinguir a los prestatarios solventes de los que lo son menos), el FMI volvería a facilitar sus servicios de respaldo ‘sistémico’ ...” (CFRTF, 1999: 63). Proponía la creación de un servicio financiero que ayudara a prevenir el contagio, que se constituiría mediante la asignación una sola vez de derechos especiales de giro (DEG)¹², que sustituiría a los servicios de préstamo que existen en el FMI para situaciones de crisis (véase el recuadro 6.3).

Si bien las preocupaciones en que se basan las diferentes políticas aplicadas a las crisis sistémicas y a las no sistémicas pueden estar justificadas, en la práctica las excepciones a los límites de los préstamos normales dejarían mucho margen para unas operaciones de socorro en gran escala y otorgarían excesivas facultades discrecionales al FMI. Una posible implicación es que los países que no fueran considerados sistémicamente importantes podrían encontrarse con límites estrictos para acceder a los recursos del Fondo, pero tendrían la opción de imponer moratorias unilaterales. Sin embargo, en el caso de los mayores mercados emergentes seguirían prefiriéndose las operaciones de ayuda a las moratorias. Acontecimientos recientes como las suspensiones de pago del Pakistán y el Ecuador (véase el recuadro 6.2) no lo confirman, pero sí lo hacen las operaciones de socorro de la Argentina y Turquía (véase el capítulo II). En los dos últimos casos, las dificultades registradas se debieron en buena parte a los regímenes monetarios aplicados más bien que al contagio financiero desde el exterior. Con todo, preocupa mucho que si esas crisis se hubieran dejado desarrollarse, podrían haberse extendido a otros mercados emergentes.

INICIATIVAS RECIENTES RESPECTO DE LOS PRÉSTAMOS DEL FMI PARA CASOS DE CRISIS

El FMI ha dado últimamente algunos pasos para fortalecer su capacidad de suministrar una financiación en las crisis, aunque tal capacidad todavía se queda a la zaga de lo que correspondería a un prestamista internacional genuino de última instancia¹. El Servicio de Complementación de Reservas (SCR), aprobado por el Directorio Ejecutivo del FMI en respuesta a la intensificación de la crisis del Asia oriental en diciembre de 1997, se proponía facilitar una financiación sin límites a los países que experimentasen dificultades de pagos excepcionales, pero con un acuerdo ampliado o de derecho de giro sumamente condicional (FMI, 1998b: 7). No obstante, el SCR depende de los recursos con que cuenta el Fondo, que, tal como sugiere la experiencia reciente, es probable que resulten inadecuados en cuanto tales para cubrir los costos de grandes intervenciones.

La Línea de Crédito Contingente (LCC), creada en la primavera de 1999, se propone ofrecer un servicio cautelar de defensa en forma de financiación a corto plazo, que estaría disponible para resolver problemas de balanza de pagos producidos por un contagio financiero internacional (FMI, 1999). Así, a diferencia del SCR, que se facilita a los países en crisis, la LCC es una medida preventiva. Los países pueden quedar habilitados en principio para esta última, si cumplen condiciones relacionadas con indicadores macroeconómicos y financieros externos y con pautas internacionales en esferas tales como transparencia, supervisión bancaria, y calidad de las relaciones y de los acuerdos financieros de los bancos con el sector privado. Las presiones sobre la cuenta de capital y las reservas internacionales de un país habilitado han de ser consecuencia de una merma repentina de confianza entre los inversores ocasionada sobre todo por factores externos. Además, aunque no se especifican límites a la cuantía de los fondos disponibles, al igual que el SCR la LCC depende de los recursos existentes en el Fondo. En un principio se esperaba que la índole cautelar de la LCC restringiría el nivel de los giros efectivos. Sin embargo, hasta ahora, ningún país ha recurrido a ese servicio. Se ha sugerido que, con las condiciones iniciales, los países no tenían incentivos para solicitar una habilitación de principio, ya que los honorarios y los intereses que se cobraban en la LCC eran los mismos que en el SCR. Además, el acceso no era automático, sino que estaba sujeto a la evaluación por el Directorio de la política económica y los riesgos de contagio. El Directorio Ejecutivo del FMI tomó medidas en septiembre de 2000 para reducir el canon así como para permitir algún acceso automático con miras a promover el uso de la LCC (FMI, 2000j), pero parece haber problemas más serios de diseño. En particular, diríase que los países no quieren recurrir a esa línea de crédito por temer que tal cosa sería como tocar a rebato en los mercados financieros internacionales, frenando así el acceso al crédito².

¹ Para un examen de estos servicios, véase FMI (2000i). Para una discusión de lo que implica establecer un prestamista internacional de última instancia, véanse *TDR 1998* (cap. IV, secc. B.4), y Akyüz y Cornford (1999).

² Para una evaluación anterior de ese mismo tenor, véase Akyüz y Cornford (1999: 36). Para un estudio más reciente, véase Goldstein (2000: 12 – 13).

E. Los acuerdos voluntarios y los contractuales

Como ya se dijo, ahora se está poniendo mucho el acento en mecanismos voluntarios para lograr que el sector privado participe en la gestión y solución de las crisis. No obstante, ciertos rasgos de la deuda exterior de los países en desarrollo hacen extremadamente difícil recurrir a esos mecanismos, sobre todo para asegurar una suspensión rápida del pago de la deuda y su renovación. Entre esos rasgos figuran una dispersión más amplia de acreedores y deudores y la existencia de más variedad de contratos de deuda como consecuencia del incremento y mayor integración de los mercados internacionales de capital, así como de las innovaciones para obtener capital exterior. En consecuencia, el alcance de algunos de los mecanismos voluntarios usados en lo pasado ha disminuido mucho.

Quizá el hecho más importante, citado a menudo en este contexto, es el paso de préstamos bancarios sindicados a bonos en el endeudamiento soberano, ya que, por los motivos que se dicen *infra*, la reestructuración de los bonos es intrínsecamente más difícil. La emisión de bonos soberanos fue una práctica común en los años de entreguerras cuando los mercados emergentes tenían un acceso relativamente fácil a los mercados correspondientes. Durante las perturbaciones financieras mundiales de finales del decenio de 1920 y principios de 1930, muchas de esas emisiones de bonos acabaron en suspensión de pagos. Antes del decenio de 1990 los gobiernos de mercados emergentes recurrieron poco a la financiación mediante bonos. La parte de éstos en la deuda a largo plazo pública y con garantías públicas de los países en desarrollo era del orden de 6,5% en 1980, pero aumentó rápidamente en los últimos 20 años, cifrándose en el 21% en 1990 y casi en el 50% en 1999 (Banco Mundial, 2000). Esa proporción es inferior para la deuda privada no garantizada, pero el incremento de la parte de los bonos en la deuda exterior privada es igual de espectacular, desde alrededor de 1% en 1990 a cerca de 24% en 1999. Según el Institute of International Finance (IIF), entre 1992 y 1998, de un total de aproximadamente 1,4 billones de dólares de corrientes netas de capital a 29 grandes mercados emergentes, el 23% procedía de bancos comerciales y el 27% de otros acreedores privados, principalmente mediante bonos (IIF, 1999, cuadro 1).

Un segundo hecho importante es que los préstamos internacionales a los mercados emergentes se han dirigido cada vez más a prestatarios del sector privado. La parte de la deuda pública y con garantía pública en la deuda total a largo plazo de los países en desarrollo superó el 75% en el decenio de 1980, pero se cifraba en menos del 60% en 1999. La mayor importancia del endeudamiento del sector privado ha entrañado un rápido incremento de la dispersión de los deudores. Si bien una parte sustancial de aquél consiste en préstamos interbancarios, los créditos directos a las empresas también son considerables en algunos mercados emergentes. En Indonesia, por ejemplo, ese endeudamiento representaba más de los tres cuartos de la deuda privada total. Además, en los países en desarrollo, una creciente proporción de la deuda bancaria externa del sector privado es de índole bilateral más bien que en forma de préstamos sindicados, lo que también implica una dispersión más grande de acreedores. La base de éstos aumenta aún más de resultados de los acuerdos de reformulación y de los derivados crediticios, a cuyo tenor la participación en el préstamo inicial se desplaza a terceros (Yianni, 1999: 81-84).

Varios hechos relacionados con la deuda de los mercados emergentes han incrementado también la posibilidad de una salida rápida y de movimientos de los acreedores provocados por el pánico, dejando así poco margen para unas soluciones cooperativas. Tal vez el más importante sea el desplazamiento del crédito bancario hacia préstamos a más corto plazo. A mediados del decenio de 1980, los préstamos bancarios con un vencimiento de menos de un año representaban alrededor del 43% del total de esos préstamos, pero esta cifra aumentó a casi 60% en vísperas de la crisis asiática, para disminuir a cerca del 50% después. Del mismo modo, el empleo generalizado de cláusulas de aceleración y de reciprocidad en caso de impago y de opciones de venta en los contratos crediticios ha incrementado la posibilidad de que surjan acreedores minoritarios disidentes, dificultando que deudores y acreedores lleguen rápidamente a un acuerdo sobre moratorias y reestructuraciones voluntarias¹³.

Son varias las propuestas que se han hecho para encontrar unos mecanismos que faciliten la participación voluntaria del sector privado en la

solución de las crisis. Al discutir esos mecanismos resulta útil trazar una distinción entre los pactos sobre bonos y otros acuerdos contractuales y cooperativos encaminados a involucrar al sector privado.

1. *La reestructuración de bonos y las cláusulas de acción colectiva*

Como ya se señaló, la idea de que los bonos soberanos al igual que los préstamos bancarios pueden tener que reestructurarse sólo ha sido aceptada recientemente por la comunidad internacional (aunque no necesariamente por todos los segmentos de los mercados financieros). Los deudores soberanos de mercados emergentes que emitieron bonos en los decenios de 1970 y 1980 generalmente se mantuvieron al corriente de sus obligaciones durante la crisis de la deuda de los años ochenta mientras que reprogramaron y reestructuraron su deuda con bancos comerciales, factor éste que parece haber desempeñado un papel importante en la rápida expansión de la financiación mediante bonos en los años noventa en comparación con los préstamos bancarios. De resultados de ese rápido incremento, juntamente con la mayor frecuencia de crisis financieras virulentas, la reestructuración de los bonos ha adquirido importancia, en el caso sobre todo de prestatarios soberanos.

Sin embargo, esa reestructuración encierra serias dificultades si se compara con la reprogramación y reestructuración de los créditos sindicados. En primer lugar, están los problemas de la representación colectiva y de la acción conjunta, que son más agudos en el caso de los bonos que en el de los contratos de préstamo. Tal cosa se debe a las dificultades de comunicación entre el emisor y los tenedores de los bonos; por lo general, éstos son anónimos y más diversos y comprenden a una variedad de inversores, tanto personas físicas como instituciones. Ese problema de comunicación se ve agravado por las transacciones en mercados secundarios. Además, hay impedimentos legales para establecer mecanismos de comunicación entre emisores y tenedores, así como para tratar con tenedores que no participen, que varían con arreglo a la legislación sobre bonos. Aquí también, como esa legislación cambia, resulta difícil aplicar procedimientos uniformes a la reestructuración. Las disposiciones actuales también fomentan posiciones minoritarias y acciones judiciales de los titulares de bonos, ya que, a diferencia de lo que se hacía durante los años de entreguerras, los emisores soberanos se ven con frecuencia requeridos a que incluyan una cláusula de renuncia a la inmunidad soberana. De esta suerte los deudores soberanos no gozan de la protección que disfrutaban los deudores privados en los procedimientos nacionales de bancarota e insol-

vencia, que a menudo impiden que existan minoristas disidentes y eliminan a quienes de esa forma obtienen beneficios gratuitos.

Totalmente al margen de las disposiciones contractuales y legales sobre bonos, un emisor soberano que atravesase por serias dificultades financieras siempre tendrá la posibilidad de hacer una oferta para cambiar los bonos en vigor por instrumentos nuevos con otras modalidades de pago. Sin embargo, los problemas de comunicación y la posible existencia de actitudes minoritarias hacen difícil que esas ofertas cuajen. Así, desde la crisis mexicana, se ha instado cada vez más a los prestatarios de mercados emergentes a que incluyan las llamadas cláusulas de acción colectiva (CAC) en los contratos sobre bonos con el fin de mejorar la comunicación con los tenedores y facilitar la reestructuración de los bonos¹⁴. Tales cláusulas parecen ser especialmente convenientes para los prestatarios soberanos, que no pueden acogerse a los códigos concursales nacionales. Hay fundamentalmente tres tipos de CAC:

- *cláusulas de representación colectiva*, que establecen un foro representativo (con la presencia, por ejemplo, de un síndico) para coordinar las negociaciones entre el emisor y los tenedores de bonos;
- *cláusulas de acción mayoritaria*, que permiten que una mayoría cualificada (del 75% por lo general) de tenedores acepten un cambio en las modalidades de pago con carácter vinculante para todos los tenedores, impidiendo así actitudes minoritarias; y
- *cláusulas de reparto*, que aseguran que todos los pagos por el deudor se reparten entre los tenedores de bonos mediante prorrateo y previenen acciones judiciales recalcitrantes.

Nótese que la inclusión de CAC en los contratos de bonos, cuando está autorizada por ley, es optativa – nunca obligatoria – y depende a menudo de que el mercado esté de acuerdo. Los emisores suelen adoptar las prácticas documentarias vigentes en la jurisdicción competente. Por lo general, no figuran cláusulas de representación colectiva en los bonos que se rigen por el derecho inglés o el de Nueva York. Las cláusulas de acción mayoritaria se incluyen como una cuestión de rutina en los contratos sobre bonos que se rigen por el derecho inglés, pero no en los emitidos con arreglo a la legislación de Nueva York, incluso aunque esta última no las prohíba para las emisiones soberanas. De igual modo, los bonos que se rigen por leyes alemanas y japonesas no contienen casi nunca cláusulas de acción mayoritaria. En esos casos, todo cambio en las modalidades de pago requiere una decisión unánime de los tenedores de los bonos. Esto también ocurre con los bonos Brady, incluso cuando se rigen por el derecho inglés. Parece que la inclusión de la norma de unanimidad fue uno de los principales motivos

para que el proceso Brady se llevara a cabo mediante canjes de préstamos por bonos más bien que con enmiendas a los contratos de préstamo existentes (Buchheit, 1999: 9). Las cláusulas de reparto figuran también como una cuestión de rutina en los préstamos bancarios sindicados, pero no abundan en los bonos emitidos públicamente ya que suelen considerarse por los mercados como una amenaza al derecho legal de los acreedores a recuperar lo que se les debe¹⁵. La ausencia de cláusulas de reparto, junto con la renuncia a la inmunidad soberana, deja mucho margen a los tenedores de bonos para que se opongan a una reestructuración y entren en una carrera para hacerse con los activos mediante acciones judiciales.

Con arreglo a los datos disponibles, alrededor de un tercio de los bonos totales emitidos por mercados emergentes durante el decenio de 1990 se rigieron por el derecho inglés; la parte de los bonos sometidos a la legislación de Nueva York fue menor, pero superó sin embargo la cuarta parte, seguida de los emitidos al amparo del derecho alemán (casi un quinto) y el derecho japonés (en torno al 13%). Parece que los mercados emergentes asiáticos y, sobre todo, los latinoamericanos han recurrido más a las leyes de Nueva York que al derecho inglés en sus emisiones. El derecho japonés pocas veces se usa en las emisiones latinoamericanas pero es el que se aplica en un cuarto de las emisiones asiáticas, mientras ocurre lo contrario con el derecho alemán. Entre 1995 y 2000 hubo un aumento de la proporción de bonos que se rigen por las leyes de Nueva York, pero no está claro si ello va unido a la mayor frecuencia de las crisis financieras en los mercados emergentes (Dixon y Wall, 2000: 145-146; Eichengreen y Mody, 2000a, cuadro 1).

Se estima que en la mitad más o menos de todas las emisiones vigentes de bonos internacionales – incluidas las de países industriales – no figuran CAC, y esa proporción es aún mayor en los mercados emergentes. Una de las principales preocupaciones de estos últimos es que incluir CAC frenaría su acceso a los mercados y elevaría el costo del endeudamiento porque mostraría una mayor posibilidad de impago. Insisten así en que tales cláusulas se introduzcan primero en los bonos soberanos de los países industriales. Algunos de éstos, como el Canadá y el Reino Unido, han decidido recientemente incluir CAC en sus emisiones internacionales de bonos y pagarés o ampliar las que ya existen, con el fin de fomentar su empleo, en particular por los mercados emergentes. Los grupos internacionales del sector

privado encuentran aceptable las votaciones por mayoría, a reserva de que ésta sea del orden del 90-95%, pero prefieren ofertas de canje voluntario, y se oponen a que las CAC sean obligatorias en los contratos sobre bonos (FMI, 2000g: cuadro 5.2; Dixon y Wall, 2000: cuadro 2).

Los datos sobre el impacto de las CAC en el costo de la financiación mediante bonos internacionales no son concluyentes (BPI, 1999; Eichengreen y Mody, 2000b; Dixon y Wall, 2000). En realidad, las CAC pueden tener dos efectos opuestos. Por un lado, su inclusión puede aumentar la probabilidad de impago a los ojos de los inversores ya que pueden crear riesgo moral en el deudor,

entrañando una mayor prima de riesgo. Por otra parte, en caso de que se incumplan las obligaciones, esas cláusulas ayudan a recuperar los activos de los inversores facilitando una reestructuración de los bonos. El efecto neto dependerá de cómo las CAC influyan en la probabilidad percibida de que se suspenda el pago y en la proporción que se espera recuperar. En los países con una solvencia crediticia alta, podría predominar el segundo efecto, de modo que el que figuraran CAC en realidad reduciría el costo de la financiación mediante bonos. Cuando éstos estén peor considerados, sin embargo, las

cláusulas pueden muy bien conducir a un gran aumento del riesgo percibido de impago, elevando así el diferencial de las emisiones nuevas.

No está claro si la introducción de CAC en los contratos de bonos podría tener muchas consecuencias sobre la reestructuración de la deuda, ya que la experiencia en este particular es muy limitada¹⁶. En todo caso, aun si esas cláusulas se introdujeran rápidamente por los prestatarios de mercados emergentes en sus emisiones nuevas de bonos, el impacto inicial sería limitado por causa de la existencia de un gran acervo de bonos en vigor sin CAC. Por otra parte, estas cláusulas rara vez han sido empleadas por mercados emergentes para reestructurar bonos incluso cuando figuren en los contratos correspondientes, en parte por el temor a que las juntas de tenedores se usen para suscitar una oposición a los intentos de reestructurar los bonos y para tomar una medida de aceleración (que suele requerir el consenso del 25% de los obligacionistas). Claramente, esos riesgos pueden ser serios, ya que la decisión última sobre la reestructuración incumbe a los tenedores, y el deudor soberano no dispone de medios para lograr que los tribunales aprueben su plan de reestructuración, a diferencia de los que

Una de las principales preocupaciones de los mercados emergentes es que incluir cláusulas de acción colectiva frenaría su acceso a los mercados y elevaría el costo del endeudamiento porque mostraría una mayor posibilidad de impago, pero los datos sobre el impacto de esas cláusulas en el costo de la financiación mediante bonos internacionales no son concluyentes.

tienen, por ejemplo, las empresas prestatarias de los Estados Unidos en virtud de las cláusulas de aceptación forzosa del Código de Quiebras de ese país.

Al sopesar el papel potencial de las CAC en la participación del sector privado en la solución de las crisis, hay que distinguir entre moratorias y reestructuraciones financieras. La práctica actual de las emisiones de bonos deja poco margen para obtener una moratoria rápida de carácter voluntario¹⁷. Esa moratoria requerirá unos órganos representativos, tales como un comité de síndicos o de tenedores, así como la prohibición de que un titular de bonos emprenda acciones judiciales y de que figuren cláusulas de reparto o ambas cosas a la vez. Como ya se dijo, hay una fuerte resistencia de los inversores privados a que se incluyan tales cláusulas en casi todas las jurisdicciones, y no es probable que se introduzcan de forma voluntaria. Las cláusulas de acción mayoritaria por sí solas no pueden asegurar una moratoria voluntaria rápida ni una aceptación forzosa por parte de los disidentes, ya que invocar esas cláusulas constituye un proceso tedioso y deja mucho tiempo y muchas oportunidades para que unos tenedores irreductibles impongan unas obligaciones agobiantes al deudor.

Los inversores privados suelen señalar que las grandes crisis financieras en mercados emergentes no se vieron precipitadas por una salida apresurada de tenedores de bonos soberanos mediante acciones jurídicas ni por una carrera para hacerse con los activos, sino por dinero especulativo a corto plazo (Buchheit, 1999: 7). Esto sin duda ocurrió en el Asia oriental, donde la deuda en forma de bonos soberanos era por lo general casi inexistente. No obstante, con el rápido crecimiento del mercado de bonos, otorgar a los obligacionistas facultades ilimitadas para litigar y aferrarse a los activos constituye una posible fuente importante de inestabilidad. Como ya se discutió, la actual insistencia de los préstamos oficiales de que participe el sector privado es poco probable que genere incentivos adecuados para arbitrar moratorias voluntarias y renovar la deuda privada en momentos de crisis.

Las consecuencias de una suspensión unilateral de los pagos de los bonos podrían ser más graves que el impago de la deuda contraída con los bancos porque el efecto se transmitiría inmediatamente a los mercados secundarios. Un incremento grande de la prima de riesgo y un descenso de los precios de los

bonos crearían entonces amplias oportunidades para que los inversores litigiosos (los llamados “buitres”) se lucrasen, al poder adquirir deuda problemática con descuentos sustanciales y precipitarse en una carrera para hacerse con los activos¹⁸. Por otra parte, como muestran algunos casos recientes de reestructuración de bonos, incluso cuando la moratoria unilateral conduce a un acuerdo de reprogramación, el proceso tiende a ser desordenado y no siempre garantiza un alivio apreciable del deudor (véase el recuadro 6.2).

Así, una posible solución sería combinar moratorias vinculantes sancionadas internacionalmente con cláusulas de acción mayoritaria a fin de impedir una pugna por los activos y facilitar las

reestructuraciones voluntarias. Una propuesta (Buitter y Silbert, 1999) defiende un enfoque contractual de las moratorias, que obligaría a que en todos los acuerdos de préstamo internacional figurara una opción universal de renovación de la deuda con penalización (OURDP). Sin embargo, es poco probable

que una cláusula de esa índole se introduzca voluntariamente y se necesitaría un mandato internacional. Otra propuesta es la de facultar al Fondo para que apruebe o imponga a los tenedores de bonos una moratoria cuando se desencadene una crisis (véase, por ejemplo, Miller y Zhang, 1998). Esto podría combinarse, cuando fuera menester, con préstamos del FMI para el pago de atrasos, con el fin de aliviar la contracción de liquidez en el país deudor e incitar a una rápida reestructuración. Ésta debería dejarse, mediante un acuerdo voluntario, en manos de los tenedores y del emisor de los bonos, a reserva de

lo que dispongan los contratos pertinentes. No sería viable ni conveniente otorgar facultades al FMI o a cualquier otra autoridad internacional para imponer reestructuraciones de deuda soberanas, tales como las que se practican con arreglo a lo dispuesto en el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos. No obstante, el Fondo podría seguir ejerciendo mucha influencia en el proceso

mediante sus medidas de condicionalidad de los préstamos.

Se ha aducido que propuestas como las de las CAC y los comités permanentes “... resultan apropiadas cuando se opine que la mayoría de los países que experimentan crisis tienen problemas con sus indicadores económicos fundamentales que requieren una reestructuración de la deuda si no hay operaciones de socorro... las OURDP y las

La práctica actual de las emisiones de bonos deja poco margen para obtener una moratoria rápida de carácter voluntario.

Una posible solución sería combinar moratorias vinculantes sancionadas internacionalmente con cláusulas de acción mayoritaria a fin de impedir una pugna por los activos y facilitar las reestructuraciones voluntarias.

moratorias sancionadas internacionalmente resultan adecuadas si uno cree, en cambio, que casi todas las crisis son causadas por el pánico de los acreedores, y que todo lo que se requiere para restaurar el orden en los mercados financieros es un período de enfriamiento". (Eichengreen y Ruhl, 2000: 4, nota 4). Sin embargo, estas consideraciones sugieren que ambos instrumentos han de figurar en el arsenal de medidas, ya que la solución de casi todas las crisis requiere tanto un período de enfriamiento como una reestructuración de la deuda. Incluso cuando haya que achacar una crisis a los parámetros económicos fundamentales, los deudores necesitan un margen de respiro, puesto que los mercados tienen tendencia a reaccionar en exceso, y esto conduce a que se disparen los precios de los activos y los tipos de cambio, agravando con ello las dificultades financieras de los deudores. En tales circunstancias, una moratoria dejaría tiempo para preparar y aplicar soluciones cooperativas a las crisis relacionadas con la deuda.

2. La reestructuración de los préstamos bancarios

Por los motivos ya examinados, se piensa en general que liquidar una deuda será más fácil en el caso de los préstamos bancarios internacionales que en el de los bonos soberanos, ya que los primeros dejan más margen para unos mecanismos voluntarios y concertados. Además, la experiencia del decenio de 1980 en la reestructuración de créditos sindicados, como también las negociaciones más recientes y la renovación de los préstamos bancarios en la República de Corea y el Brasil, suelen citarse como ejemplos notables de reprogramación de deuda contraída con bancos¹⁹. Con todo, un examen más detenido de esa experiencia indica que hay muchos puntos flacos en los procedimientos seguidos, y el resultado alcanzado parece ser una exoneración del sector privado más bien que su participación.

Uno de los principales factores, que facilitó las negociaciones con los bancos comerciales en los años ochenta, fue la existencia de comités asesores o directores constituidos por representantes de bancos seleccionados a tenor, sobre todo, de la índole de sus créditos al país deudor de que se tratara. Claramente, tal cosa ayudó a resolver el problema de la representación al establecer un foro de negociaciones. Asimismo, la presencia de cláusulas de reparto en los contratos de préstamos sindicados, juntamente con la inmunidad soberana, disuadió a los prestatarios para que emprendieran acciones judiciales contra los países deudores. No obstante, el acuerdo requería el consenso unánime de los miembros del comité, de los que se esperaba también que consiguieran un convenio que resultara aceptable para los bancos que

no participasen. Esto, en la práctica, dejaba mucho margen para que bancos aislados adoptaran actitudes minoritarias, del mismo modo que en los contratos de bonos sin cláusulas de acción mayoritaria. Esas actitudes dilataban las negociaciones, provocando fricciones no sólo entre deudores y acreedores sino también entre los propios acreedores. Como ha señalado un observador de las reprogramaciones de deudas soberanas en el decenio de 1980: "Desde la perspectiva de los prestatarios, el método del consenso se traducía en que siempre se negociaba a la baja para llegar a un mínimo común denominador, un mínimo que resultara aceptable para todos los miembros del comité después de consultar a sus representados. En otras palabras, un banco tenía la posibilidad de impedir que todo un conjunto de medidas se adoptara si disentía de cualquiera de sus aspectos" (De la Cruz: 2000: 12).

La estrategia primaria de esas negociaciones era evitar la suspensión de pagos y asegurar que el deudor tuviera liquidez suficiente para mantenerse al corriente (es decir, para continuar atendiendo al servicio de su deuda). El dinero necesario se facilitaba por los bancos acreedores como parte del proceso de reprogramación y también mediante préstamos oficiales. De este modo, los bancos podían mantener esos activos en sus balances sin infringir las normas crediticias. Los vencimientos se renovaban cuando tocaban a su fin, pero unos tipos de interés en condiciones de favor y una cancelación de la deuda no figuraban entre los principios que se aplicaban a las liquidaciones de deuda comercial.

De este modo, tal como se describía en el *TDR 1988*, el proceso entrañaba unos "préstamos concertados", a cuyo tenor cada banco reprogramaba sus préstamos y contribuía con dinero nuevo en proporción a los créditos que había concedido, con una cantidad total que fuera el mínimo considerado necesario para evitar atrasos. El FMI también facilitaba recursos a los países deudores – para que pudieran seguir pagando los intereses a los bancos comerciales – a reserva de que los bancos aportaran lo que se requería de ellos. Así, la intervención oficial equivalía a utilizar dinero público para pagar a los bancos acreedores, aunque su finalidad era que esos bancos participaran. Los países en desarrollo veían aumentar su deuda, no sólo con los bancos comerciales, sino también con los acreedores oficiales, ya que se endeudaban para seguir al corriente del pago de intereses (*TDR 1988*, primera parte, cap. V).

Las liquidaciones negociadas también se tradujeron en una socialización de la deuda privada en los países en desarrollo cuando los gobiernos se vieron obligados a asumir pérdidas en los préstamos, desplazando así la carga a los contribuyentes. Por ejemplo, en el caso de Chile, se señaló que "se habían incluido deudas privadas en la reprogramación que se estaba negociando entre el Estado chileno y el comité

asesor de bancos extranjeros. Al parecer, el Gobierno de Chile cedió a la presión de ese comité... Para dejar bien en claro su punto de vista, los bancos extranjeros al parecer endurecieron sus créditos comerciales a muy corto plazo a Chile durante el primer trimestre de 1983, una técnica de la que se decía que ya se había empleado con éxito 10 años antes respecto del mismo país. El Fondo Monetario Internacional, que también participó activamente en la reestructuración de la deuda, no se opuso públicamente a esa amenaza” (Díaz Alejandro, 1985: 12). En América Latina en su conjunto, antes de que estallara la crisis de 1982, alrededor de dos tercios de los préstamos de bancos estadounidenses se habían hecho al sector privado. En 1983, primer año de reestructuración de la deuda, la parte de la garantizada públicamente aumentó a dos tercios, y acabó cifrándose en el 85% en 1985 (CNUET, 1991).

Este proceso de negociaciones dilatadas entre bancos y deudores, con la intermediación de instituciones financieras internacionales (una estrategia descrita por muchos a la sazón como “agitar para conseguir un acuerdo”), continuó durante varios años sin hacer gran cosa para resolver el problema y suprimir el sobreendeudamiento. Los países en desarrollo muy endeudados pusieron cada vez más en tela de juicio la conveniencia de recurrir a esa financiación de Ponzi - en la que tenían que seguir endeudándose para atender al servicio de su deuda -, lo que acabó impulsando a algunos de ellos a no pagar los intereses y provocó batallas judiciales con los bancos. Por otra parte, los acreedores también se volvieron muy escépticos sobre las ventajas de “poner dinero bueno después de invertir otro malo”, y empezaron a desprenderse de esa deuda en los mercados secundarios cuando se hicieron con una provisión de fondos adecuada. Mediante el Plan Brady, la solución de la crisis acabó involucrando al sector privado, pero tan sólo después de costar a los deudores un decenio perdido de desarrollo.

En episodios más recientes de crisis financieras en mercados emergentes, los bancos acreedores fueron capaces una vez más de organizarse en grupos para entablar negociaciones con los deudores, por ejemplo con la República de Corea en enero de 1998, y con el Brasil en marzo de 1999. Aquí también, en ambos casos las negociaciones y los acuerdos sólo se produjeron después de que la crisis redoblara. En el caso del Brasil, los bancos estaban poco dispuestos a renovar la deuda a finales de 1998 y únicamente se llegó a un acuerdo después del desplome de la moneda. El Gobierno de la República de Corea ya había suspendido pagos a finales de diciembre de

1997 y, tal como reconoció el FMI, “... el acuerdo de estabilizar el crédito interbancario a Corea se consiguió... cuando se admitió por todos que las reservas estaban casi agotadas y que, a falta de un acuerdo, era inevitable una suspensión de pagos” (FMI, 2000f: nota 26). Algunos bancos ya se habían retirado, lo que contribuyó a las turbulencias del mercado de divisas.

Si bien la reprogramación de la deuda dio un margen de respiro en ambos casos, el impacto fue mucho menor de lo que podría haberse logrado con unas moratorias a tiempo. Como señaló el Gobierno de la República de Corea en su informe ulterior al G-20, “Muchos de los que han analizado la crisis de Corea de 1997-1998 piensan que el país podría haber zanjado sus problemas de liquidez más pronto si se hubiera contado con un mecanismo de mora cuando se solicitó asistencia al FMI” (Ministerio de Economía y Finanzas, República de Corea, 1999: 13), esto es, a finales de noviembre de 1997²⁰. En Indonesia, la reestructuración se produjo aún más tarde que en la República de Corea (ocho me-ses después del primer programa del

“Muchos de los que han analizado la crisis de Corea de 1997-1998 piensan que el país podría haber zanjado sus problemas de liquidez más pronto si se hubiera contado con un mecanismo de mora cuando se solicitó asistencia al FMI”.

FMI) e hizo muy poco para estabilizar la economía²¹.

Mayor importancia reviste que esas reestructuraciones de deuda difícilmente pueden ofrecerse como un ejemplo de aceptación por el sector privado de las consecuencias de los riesgos asumidos. En la reestructuración de la República de Corea, las deudas privadas se nacionalizaron en la práctica por medio de una garantía pública. Tal fue también el caso de las reprogramaciones ulteriores de Tailandia e Indonesia. Además, los acreedores quedaron mejor después de ellas; no hubo condonación de deudas sino simplemente una extensión de los vencimientos, con unos márgenes para los préstamos nuevos superiores a los de los préstamos originales. Aunque los diferenciales se consideraron relativamente bajos, especialmente en comparación con el Servicio de Complementación de Reservas (SCR) del FMI, esa comparación soslaya el hecho de que los préstamos bancarios originales ya pechaban con una prima de riesgo²².

Problemáticas como son, hay que decir que esas reestructuraciones no pueden repetirse en muchos otros países. Según el FMI, “el éxito de la operación coreana reflejó dos notas específicas, que es poco probable se den en otros casos. En primer lugar, Corea mantenía un régimen restrictivo en su cuenta de capital que obligaba a que una elevada proporción del ahorro exterior importado discurriera por bancos nacionales... En segundo término, al comienzo de la crisis, la carga de la deuda externa soberana era muy

baja. En consecuencia, la implantación de una garantía pública... no hizo recaer una carga excesiva sobre el país” (FMI, 1999: 41- 42). Se reconoció así que la reprogramación de la deuda con bancos extranjeros puede encontrar serias dificultades cuando los deudores están muy dispersos y la cuenta de capital muy abierta. Este último rasgo podría en realidad desalentar a los bancos acreedores a entrar en la reestructuración ya que permitiría a otros inversores salir a expensas de ellos. También se reconoció que una reprogramación concertada de la deuda bancaria privada internacional en mercados emergentes requeriría garantías públicas – una práctica heredada, como ya se dijo, del decenio de 1980 – aunque tal cosa no se compadece con los principios establecidos de una reestructuración ordenada de la deuda privada.

Una dificultad más de esas operaciones es que requieren que las autoridades supervisoras ejerzan sobre los bancos acreedores una persuasión moral. Tal cosa otorga muchas facultades discrecionales a los principales países industriales, que pueden aplicarlas de un modo poco predecible y equitativo a episodios diferentes de crisis. Como reconoció el FMI, “es probable que las autoridades supervisoras se muestren reacias a ejercer una persuasión moral sobre las decisiones comerciales de los bancos que supervisan excepto en las circunstancias más

extremas, especialmente en el caso de deudores que no suponen una amenaza sistémica al sistema bancario nacional o internacional” (FMI, 1999: 41-42). Una vez más, esto significa que “los países no sistémicos” no tendrían más opción que imponer moratorias unilaterales.

Parece así que también en los préstamos bancarios internacionales hay muchas dificultades para conseguir soluciones ordenadas y diligentes de carácter voluntario y concertado que frenen las carreras precipitadas para recuperar las deudas y logren que los acreedores pechen con las consecuencias de los riesgos que toman. Como en el caso de los bonos, unos acuerdos contractuales ex ante pueden facilitar reestructuraciones ordenadas de la deuda. Una posibilidad consistiría en introducir opciones de compra en las líneas de crédito interbancarias que proporcionasen una renovación automática en determinadas condiciones, tales como una petición de asistencia del FMI por el país deudor. Con todo, a menos que todo los contratos de deuda incorporen esas cláusulas de moratoria automática, el incluirlas sólo en las líneas interbancarias puede resultar contraproducente y provocar huidas de capital tan pronto como un país deudor incurra en dificultades financieras y entable negociaciones con el FMI. Pero es poco probable que unas cláusulas de esa índole se introduzcan voluntariamente.

F. Conclusiones

Resultaría así que una estrategia eficaz y viable para que el sector privado participe en las crisis financieras de los mercados emergentes sería combinar mecanismos voluntarios destinados a facilitar la reestructuración de la deuda con moratorias temporales internacionalmente sancionadas que se usarían cuando fuera menester. Esos acuerdos tendrían que ir acompañados de un suministro de liquidez internacional encaminada principalmente a ayudar a los países deudores a que mantengan las importaciones y la actividad económica, más bien que a mantener abiertas las cuentas de capital y permitir que acreedores e inversores privados escapen de la crisis sin pérdidas. Por lo general, el acceso normal a las ayudas del FMI, ajustadas debidamente para tener presente la expansión de la producción y el comercio, debería cubrir esas necesidades. Si bien en algunos casos se requeriría financiación adicional, también hay que

reconocer que, una vez que se hicieran excepciones para prevenir contagios globales e inestabilidades sistémicas, tales salvedades podrían fácilmente convertirse en la regla, agravando con ello el problema del riesgo moral. En este particular, la estrategia mínima debería ser requerir la participación privada, siempre que la financiación oficial se eleve por encima de los límites normales de préstamo – o el nivel considerado como umbral – tal como han sugerido algunos de los miembros del Directorio del FMI.

Mucho se ha escrito sobre los pros y los contras de las moratorias de los pagos sancionadas oficialmente en la solución de las crisis financieras en mercados emergentes. Hay una fuerte renuencia de algunos grandes países acreedores, así como de los inversores privados, a que se establezca una suspensión temporal obligatoria de las acciones judiciales de los acreedores con el argumento de que

suscitaría un riesgo moral en el deudor y debilitaría la disciplina de mercado. Que esto no tiene por qué ser así lo demuestran los siguientes argumentos de peso esgrimidos por el Subgobernador del Banco de Inglaterra:

Algunos han aducido que arbitrar un papel más claro para las moratorias puede alterar negativamente los incentivos de los deudores, menoscabando la presunción de que los deudores deberían pagar sus deudas en su totalidad y a su debido tiempo. Pero unas moratorias ordenadas deberían respaldar y no suplantar las fuerzas y la disciplina del mercado. La legislación concursal se desarrolló cuando se hizo patente que las fuerzas del mercado producían tanto perdedores como ganadores y que era menester algunos medios ordenados para ocuparse de los perdedores. De este modo, esa legislación afianza el mecanismo del mercado.

La situación no es diferente en un contexto soberano. Un marco bien articulado para abordar los problemas de liquidez en ese caso debería reducir las ineficiencias y desigualdades del enfoque actual y poco estructurado de las moratorias. Tal cosa sustentaría el mecanismo de los mercados internacionales de capital. Decir que induciría a los deudores a pagar sería lo mismo que afirmar que las leyes concursales incitan a las empresas deudoras a quebrar (Clementi, 2000).

Otra preocupación es que la amenaza de una moratoria podría acelerar la salida de capital, agravando con ello la crisis. A decir verdad, ésta es la razón de que esa medida, junto con los controles cambiarios, tenga que imponerse con rapidez, y por qué la decisión de hacerlo debería incumbir al país interesado. Asimismo, como se ha señalado con anterioridad, la amenaza de una suspensión de pagos daría a los acreedores el incentivo para que aceptasen soluciones voluntarias, en particular de deudas soberanas, evitando con ello la necesidad de recurrir a moratorias.

Se aduce también que las moratorias dificultarían que el país deudor recuperara con rapidez el acceso a los mercados financieros internacionales, obligándolos a hacer dolorosos ajustes comerciales o a seguir basándose en la financiación oficial. Pero éste es precisamente el motivo de que haya que esperar que las decisiones de esa índole se tomen con prudencia. Después de todo, los países que puedan verse en la necesidad de imponer moratorias temporales serán probablemente aquéllos que están muy integrados en

los mercados financieros internacionales y saldrían perdiendo si la decisión no se adoptara con cautela y prudencia. En este particular, la experiencia reciente de Malasia ofrece interesantes lecciones. Entre las medidas tomadas por ese país figuraban moratorias de pagos temporales y selectivas, que perseguían impedir que se intensificara la crisis monetaria y hubiera insolvencias generalizadas. Cuando los controles se levantaron en septiembre de 1999 no hubo salidas apreciables de capital y el país gozó de una mejora de su crédito en moneda extranjera en diciembre del mismo año, así como de una normalización de sus relaciones con los mercados internacionales de capital²³.

Preocupa a las autoridades económicas de algunos mercados emergentes que la inclusión de moratorias sancionadas internacionalmente en el arsenal de medidas destinadas a gestionar y resolver las crisis financieras, y la vinculación de una financiación de emergencia en gran escala a una mayor participación del sector privado, limiten el acceso de esos países a los mercados internacionales de

capital y reduzcan también las entradas de corrientes privadas. Esas preocupaciones se dan sobre todo en los países de ingreso mediano con tasas de ahorro e inversión bajas y altibajos en el crecimiento, y con sólo resultados limitados a la hora de atraer IED nueva en sectores que participan en el comercio exterior para lograr así una base de exportación más sólida. Esos países dependen mucho de las entradas financieras para enjugar los déficit por cuenta corriente que tienden a aumentar con rapidez tan pronto como la demanda interna se recupera.

Las medidas aquí propugnadas reducirán seguramente algo las entradas financieras totales a los mercados emergentes al disuadir al capital especulativo a corto plazo. No obstante, ello tendría su parte beneficiosa, ya que esas corrientes de capital añaden poco a la financiación del desarrollo, al tiempo que provocan inestabilidad y hacen que el crecimiento avance a sacudidas (véanse el *TDR 1999*, cap. V, y el *TDR 2000*, cap. IV). En este sentido, los argumentos a favor de esas medidas tienen una

justificación similar a aquéllas que propugnan la reglamentación y control de las entradas de capital especulativo a corto plazo. Muchas veces los países se ven tentados a aprovechar los auges de las entradas financieras, sin prestar suficiente atención a sus consecuencias a más largo plazo. Sin embargo,

La amenaza de una suspensión de pagos daría a los acreedores el incentivo para que aceptasen soluciones voluntarias, en particular de deudas soberanas, evitando con ello la necesidad de recurrir a moratorias.

Las medidas aquí propugnadas reducirán seguramente algo las entradas financieras totales a los mercados emergentes al disuadir al capital especulativo a corto plazo. No obstante, ello tendría su parte beneficiosa.

resulta difícil lograr un crecimiento rápido y sostenido sin emprender las reformas necesarias para remover los impedimentos estructurales e institucionales que se oponen a la acumulación de capital y al incremento de la productividad, reformas que reducirán la dependencia de las entradas financieras.

Como ya se dijo, el riesgo de que los efectos se extiendan y contagien a otros mercados emergentes parece ser el motivo principal de la renuencia de las instituciones financieras internacionales a fomentar las moratorias en países que se consideran importantes para la estabilidad del sistema en su conjunto. En este contexto se han mencionado varios canales por los que podría producirse el contagio, como recortar los créditos a terceros países, liquidar activos en otros mercados con el fin de atender al pago de márgenes o proceder a una retirada general de fondos de los mercados emergentes (FMI, 2000f: 22). No obstante, la introducción y uso de moratorias como parte de los instrumentos habituales de intervención en el caso de crisis influirían en el comportamiento de inversores y acreedores y en las decisiones sobre las carteras, lo que podría redundar en una reducción de esas interdependencias potencialmente desestabilizadoras. Y lo que es más importante, como ya queda dicho, esos mecanismos de reestructuración ordenada de la deuda son del todo diferentes de unas suspensiones de pagos unilaterales y desordenadas en lo que atañe a su impacto sobre el funcionamiento de los mercados financieros internacionales.

Tal vez una de las posibles ventajas más importantes de vincular y hacer participar al sector privado es el efecto que ello puede tener sobre la política económica de los principales países acreedores. Los tipos de interés y la política cambiaría de esos países ejercen mucha influencia sobre la competitividad, la balanza de pagos y las corrientes de capital de los países en desarrollo deudores, que no siempre puede contrarrestarse con

ajustes en la política económica interna. A decir verdad, casi todas las grandes crisis financieras en mercados emergentes han ido asociadas a alteraciones grandes de los tipos de cambio, las tasas de interés y la liquidez de los mercados en los grandes países industriales. Éstos no siempre han prestado atención a las repercusiones mundiales de sus acciones, principalmente porque los efectos adversos para sus mercados financieros de las crisis en las economías emergentes se han visto contenidas gracias sobre todo a las operaciones de socorro. Tampoco ha sido capaz el FMI de ocuparse de los impulsos unidireccionales derivados de cambios en la política monetaria y cambiaria de los Estados Unidos

y otros grandes países de la OCDE, en buena parte por causa de las deficiencias y modalidades actuales de la vigilancia multilateral (Akyüz y Cornford, 1999: 31- 33). Cabe así esperar que el reparto de la carga entre los acreedores en las crisis de los mercados emergentes obligue a las autoridades económicas de los grandes países industriales a prestar mayor atención al posible impacto de su política económica sobre aquellos mercados. En realidad, parece que la posibi-

lidad de unos efectos adversos de la crisis de la Federación de Rusia desempeñó un papel crucial en la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de bajar los tipos de interés a finales de 1998, incluso aunque, en vísperas del impago ruso, muchos esperaban un paso en dirección opuesta. Como es bien conocido, la falta de pago causó pérdidas considerables a inversores y acreedores occidentales, y amenazó con sentar un precedente en el cumplimiento por los mercados emergentes de sus obligaciones con el exterior. Así, es previsible que unos mecanismos efectivos destinados a involucrar al sector privado en la solución de las crisis en mercados emergentes redunden en una mayor disciplina mundial de las autoridades económicas de los principales países industriales, algo que la vigilancia multilateral hasta ahora no ha logrado.

Unos mecanismos efectivos destinados a involucrar al sector privado en la solución de las crisis en mercados emergentes podrían redundar en una mayor disciplina mundial de las autoridades económicas de los principales países industriales, algo que la vigilancia multilateral hasta ahora no ha logrado.

Notas

1. Para un análisis de la respuesta de la política económica a la crisis asiática, véanse *TDR 1998* (cap. III) y *TDR 2000* (cap. IV).
2. Un uso más amplio del concepto incluye una mayor transparencia en las normas de política económica y una mejor divulgación de datos, al considerarse esas medidas esenciales para que los mercados evalúen los riesgos y les asignen un precio (FMI, 2000g, cap. V).
3. Según el Institute of International Finance, las pérdidas incurridas por inversores privados desde 1997 en las crisis de los mercados emergentes han ascendido a 240.000 millones de dólares para quienes adquirieron acciones y obligaciones, 60.000 millones de dólares para los bancos internacionales y 50.000 millones de dólares para otros acreedores privados sobre la base del valor de mercado (Haldane, 1999: 190). Las pérdidas sufridas por bancos extranjeros en la crisis asiática se estiman en cerca de 20.000 millones de dólares (Zonis y Wilkin, 2000: 96).
4. Pérdidas derivadas de los ajustes diarios para reflejar el valor del mercado en cada momento, en contraposición con el valor contable (o en libros) histórico.
5. Sobre la posición del sector privado, véanse IIF (1999) y FMI (2000g).
6. A menos que se indique otra cosa, todas las citas que siguen en esta sección proceden de la misma fuente (es decir, FMI, 2000h). Para un análisis más detallado, véase FMI (2000f). La suspensión temporal se propuso en un informe anterior del Grupo de trabajo al Grupo de los Diez: "... en ciertos casos excepcionales, la suspensión del pago de la deuda puede ser un paso necesario en la solución de la crisis" (Grupo de los Diez, 1996: 3). Con posterioridad recibió el respaldo del Grupo de trabajo del Consejo de Relaciones Exteriores de los Estados Unidos; véase CFRTF (1999).
7. Esto también se propuso primero por el Grupo de trabajo del G-10: "Unos préstamos de esa índole pueden a la vez mostrar confianza en la política económica del país deudor y sus perspectivas a largo plazo e indicar a los acreedores que no hayan cobrado que sus intereses saldrán mejor librados si llegan rápidamente a un acuerdo con el deudor" (Grupo de los Diez, 1996: 3).
8. Sobre el principio de "comparabilidad de trato" y su aplicación reciente, véanse Buchheit (1999); De la Cruz (2000); y FMI (2000g).
9. Para el problema llamado de "la inconsistencia de los planes óptimos" véase Kydland y Prescott (1977).
10. Véase Miller y Zhang (1998). Los mismos argumentos sobre la ineficacia de la política de asistencia oficial para lograr que el sector privado participe en la solución de las crisis se usaron a favor de la introducción de cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos con miras a facilitar la reestructuración (véase Eichengreen y Ruhl, 2000).
11. Una notable excepción en las peticiones de medidas menores del FMI es el llamado "Informe Meltzer" (véase International Financial Institutions Advisory Commission, 2000). Para un examen del debate sobre los préstamos del FMI en caso de crisis, véase Goldstein (2000).
12. Al crear ese servicio todos los miembros del Fondo convendrían en donarle su parte de la asignación y también habría el acuerdo de que sólo los países en desarrollo estarían facultados para recurrir al mismo. Esto difiere claramente de otra propuesta consistente en dejar que el Fondo emita DEG reversibles en su favor para usarlos en operaciones de prestamista de última instancia; es decir, los DEG asignados se recomprarían cuando terminase la crisis. Véanse Ezekiel (1998); Naciones Unidas (1999); y Ahluwalia (1999).
13. Las *cláusulas de aceleración* permiten a los acreedores demandar el reembolso inmediato del principal no pagado después de una suspensión de pagos. En las *cláusulas de reciprocidad en caso de impago* (o de aceleración cruzada), los acreedores están facultados para reclamar lo que se les debe si el deudor no ha pagado otras deudas. Las *opciones de compra* facultan a los acreedores a demandar en determinadas circunstancias el reembolso antes de la fecha prevista en el contrato.
14. Véase, por ejemplo, Grupo de los Diez (1996). Esta recomendación se reiteró a raíz de la crisis asiática (véase Grupo de los Veintidós, 1998). Para un examen de los problemas con la reestructuración de los bonos y las CAC, véanse Eichengreen y Portes (1995); Dixon y Wall (2000); y Buchheit (1999).
15. En el caso de los bonos que se rigen por el derecho inglés y que se emiten de forma sindicada, el síndico representa los intereses de todos los tenedores y reparte cualesquiera fondos recuperados mediante un prorrateo. Sin embargo, los síndicos rara vez existen en las emisiones soberanas (Yianni, 1999: 79 – 81; Dixon y Wall, 2000, recuadro 1).
16. Para algunas experiencias recientes de reestructuración de bonos por mercados emergentes, véase el recuadro 6.2.
17. Esto también lo reconoce el FMI (2000f: 16).
18. El asunto búlgaro de 1996-1997 se cita como un ejemplo de esas rupturas de mercado conducentes a acciones judiciales (Miller y Zhang, 1998: 16).
19. Véanse, por ejemplo, FMI (1999: 41- 42 y 2000b, cap. V); y Eichengreen y Ruhl (2000: 5, nota 7).
20. Para un apoyo a esta posición basado en un estudio de los controles de capital en Malasia, véase Kaplan y Rodrik (2000, especialmente págs. 27 y 28).

21. Para una descripción de las reestructuraciones en el Asia oriental, véase Radelet (1999: 66 y 67).
22. El acuerdo incluía una deuda total de 21.740 millones de dólares con 13 bancos, y los vencimientos se ampliaron de uno a tres años, con unos márgenes comprendidos entre 225 y 275 puntos básicos. El diferencial respecto del SCR era de 300 puntos básicos, inferior el margen máximo en la ampliación de los vencimientos mencionados en la nota anterior (Ministerio de Economía y Finanzas, República de Corea, 1999: 14).
23. Véase *TDR 2000*, recuadro 4.1. El FMI también reconoció esta situación: “Los controles en Malasia no parecen haber tenido ningún efecto apreciable a la larga sobre el comportamiento de los inversores” (FMI, 2000f, nota 28). Si bien se sugiere que “los controles de capital pueden haber contribuido a un descenso de la IED” en comparación con la República de Corea y Tailandia (*ibid.*: 24), es muy probable que un aspecto importante de la mayor recuperación de la IED en esos dos países en 1999 fuera el incentivo de la compra de activos a precios de saldo y las absorciones de empresas a raíz del desplome de esos precios y de los tipos de cambio.

REFERENCIAS

- Acosta A (2000). Fallacies of the renegotiation of the Ecuadorian external debt. *Focus on Trade*, 56, noviembre.
- Ahluwalia MS (1999). The IMF and the World Bank in the new financial architecture: Are overlapping roles a problem? En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. XI. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.25, Nueva York y Ginebra.
- AIIS (2000a). *Insurance Core Principles*. Basilea, Asociación Internacional de Inspectores de Seguros, octubre.
- AIIS (2000b). *Insurance Core Principles Methodology*. Basilea, Asociación Internacional de Inspectores de Seguros, octubre.
- Akyüz Y (2000a). The debate on the international financial architecture: Reforming the reformers. Documento de debate de la UNCTAD, 148, abril.
- Akyüz Y (2000b). Causes and sources of the East Asian financial crisis. Documento presentado en el evento del país de acogida: Simposio sobre la recuperación económica y financiera en Asia, UNCTAD X, Bangkok, 12 de febrero.
- Akyüz Y y Cornford A (1995). International capital movements: Some proposals for reform. En: Michie J y Grieve Smith J, eds. *Managing the Global Economy*. Oxford, Oxford University Press.
- Akyüz Y y Cornford A (1999). Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system. Documento de debate de la UNCTAD, 143, Ginebra, noviembre.
- Akyüz Y y Dell S (1987). Issues in international monetary reform. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries*. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.87.II.D.3. Nueva York.
- Banco de Francia (1997). La zone franc. Note d'information no. 106. París.
- Banco del Japón (1999). *Price Developments in Japan – A Review Focussing on the 1990s*. Tokio, 6 de octubre.
- Banco de Reserva de la India (2000). *Comments of the Reserve Bank of India on a New Capital Adequacy Framework*. Nueva Delhi, abril.
- Banco Mundial (1998). *Global Development Finance, 1998*. Washington, DC.
- Banco Mundial (2000). *Global Development Finance, 2000*. Washington, DC.
- Bofinger P y Flassbeck H (2000). The European monetary system (1979–1988). Achievements, flaws and applicability to other regions of the world. Mimeografiado. Ginebra, UNCTAD.
- BPI (1997). *Payments Systems in the Group of Ten Countries*. Basilea, Banco de Pagos Internacionales.
- BPI (1999). The effects of CACs on sovereign bond spreads. *BIS Quarterly Review*. Basilea, Banco de Pagos Internacionales, noviembre.
- BPI (2000a). *International Banking and Financial Market Developments*. Basilea, Banco de Pagos Internacionales, noviembre.
- BPI (2000b). *International Banking and Financial Market Developments*. Basilea, Banco de Pagos Internacionales, agosto.
- Buchheit LC (1999). Sovereign debtors and their bondholders. Programas de formación del UNITAR sobre relaciones económicas exteriores, Documento No. 1. Ginebra, Naciones Unidas.
- Buiter W y Silbert A (1999). UDROP: A small contribution to the new international financial architecture. *International Finance*, julio.
- Calvo G y Reinhart CM (2000). Fear of Floating. NBER Working Paper, 7993. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, noviembre.
- Caouette JB, Altman EI y Narayanan P (1998). *Managing Credit Risk: The Next Great Financial Challenge*. Nueva York, John Wiley and Sons.
- CEPE (2000). *Economic Survey of Europe 2000*, no. 2/3. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.00.II.E.28. Nueva York y Ginebra, Comisión Económica de las Naciones Unidas para Europa.

- CFRTF (1999). *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture*. Washington, DC, Council Foreign Relations Independent Task Force (Grupo de trabajo independiente del Consejo de Relaciones Exteriores de los Estados Unidos), noviembre.
- Chang R (2000). Regional monetary arrangements for developing countries. Documento preparado para el Seminario del G-24 sobre coherencia o disonancia del marco institucional internacional, Viena, septiembre.
- Chang R y Velasco A (1998). The Asian liquidity crisis. NBER Working Paper, 6796. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, noviembre.
- Clément JAP (1996). Aftermath of the CFA franc devaluation. IMF Occasional Paper, 138. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, mayo.
- Clementi D (2000). Crisis prevention and resolution – Two aspects of financial stability. *BIS Review*, 11 de septiembre.
- CNUET (1991). *Transnational Banks and the International Debt Crisis*. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.91.II.A.19. Nueva York, Centro de las Naciones Unidas sobre las Empresas Transnacionales.
- Cornford A (1999). Standards for transparency and banking regulation and supervision: Contrasts and potential. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. XI. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.25. Nueva York y Ginebra.
- Cornford A (2000a). Commentary on the Financial Stability Forum's Report of the Working Group on Capital Flows. Serie de documentos de debate para el G-24, 7. Nueva York y Ginebra, UNCTAD y Centro de Desarrollo Internacional, Universidad de Harvard, diciembre.
- Cornford A (2000b). The Basel Committee's proposals for revised capital standards: Rationale, design and possible incidence. Serie de documentos de debate para el G-24, 3. Nueva York y Ginebra, UNCTAD y Centro de Desarrollo Internacional, Universidad de Harvard, mayo.
- Cornford A y Brandon J (1999). The WTO agreement on financial services; problems of financial globalization in practice. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. X. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.14. Nueva York y Ginebra.
- CSBB (1999a). *Core Principles Methodology*. Basilea, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, octubre.
- CSBB (1999b). *A New Capital Adequacy Framework*. Documento consultivo. Basilea, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, junio.
- CSBB (1999c). *Credit Risk Modelling: Current Practices and Applications*. Basilea, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, abril.
- CSPL (2000a). *Principios básicos para los sistemas de pagos sistémicamente importantes. Parte 1 - Los Principios básicos*. Informe consultivo del Grupo de trabajo sobre Principios y Prácticas del Sistema de Pago. Basilea, Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación, julio.
- CSPL (2000b). *Principios básicos para los sistemas de pagos sistémicamente importantes. Parte 2 - Aplicación de los Principios básicos*. Informe consultivo del Grupo de trabajo sobre Principios y Prácticas del Sistema de Pago. Basilea, Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación, julio.
- Culpeper R (2000). Systemic reform at a standstill: A flock of "Gs" in search of global financial stability. Documento preparado para la Conferencia sobre los países en desarrollo y la arquitectura financiera mundial de la Secretaría del Commonwealth y el Banco Mundial, Marlborough House, Londres, 22-23 de junio.
- Cunningham LA, ed. (2000). *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Managers*. Nueva York, John Wiley and Sons.
- Dam KW (1982). *The Rules of the Game. Reform and Evolution in the International Monetary System*. Chicago, IL, University of Chicago Press.
- Das BL (1999). *The World Trade Organization. A Guide to the Framework for International Trade*. Penang, Malasia, Third World Network.
- De la Cruz A (2000). The new international financial architecture. Has 1999 (Ecuador and others) changed anything? Documento presentado a la Conferencia DMFAS sobre gestión de deuda, UNCTAD, Ginebra, abril.
- Delhaise PF (1998). *Asia in Crisis: The Implosion of the Banking and Finance Systems*. Singapur, John Wiley and Sons.
- Departamento de Finanzas, Canadá (1998). Finance Minister announces six-point Canadian plan to deal with global financial turmoil. Comunicado de prensa, 29 de septiembre (www.fin.gc.ca/newse98/98-094e.html).

- Díaz Alejandro C (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, 19(1/2), septiembre/octubre.
- Dixon L y Wall D (2000). Collective action problems and collective action clauses. *Financial Stability Review*, junio.
- Drage J, Mann F y Michael I (1998). Some issues for policy makers arising from the international financial crisis. *Financial Stability Review*, otoño.
- Eatwell J y Taylor L (1998). International capital markets and the future of economic policy. Documento de trabajo de CEPA, 9. Nueva York, Centre for Economic Policy Analysis, septiembre.
- Eatwell J y Taylor L (2000). *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. Nueva York, The New Press.
- Edwards RW (1985). *International Monetary Collaboration*. Dobbs Ferry, NY: Transnational Publishers.
- Eichengreen B (1999). *Toward a New International Financial Architecture*. Washington, DC, Institute for International Economics.
- Eichengreen B y Hausmann R (1999). Exchange rates and financial fragility. NBER Working Paper, 7418. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, noviembre.
- Eichengreen B y Mody A (2000a). Would collective action clauses raise borrowing costs? NBER Working Paper, 7458, Cambridge, MA, enero.
- Eichengreen B y Mody A (2000b). Would collective action clauses raise borrowing costs? An update and additional results. Berkeley, CA, Universidad de California, mayo.
- Eichengreen B y Portes R (1995). *What Crises? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*. Londres, Centre for Economic Policy Research.
- Eichengreen B y Portes R (2000). A shortsighted vision for IMF reform. *Financial Times*, 9 de marzo.
- Eichengreen B y Ruhl C (2000). The bail-in problem: Systemic goals, ad hoc means. Mimeografiado. Berkeley, CA, Universidad de California en Berkeley, y Washington DC, Banco Mundial, mayo.
- Ezekiel H (1998). The role of special drawing rights in the international monetary system. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. IX. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.98.II.D.3. Nueva York y Ginebra.
- FATF/GAFI (1999). *Las cuarenta recomendaciones* (incluida una versión actualizada de las *Notas interpretativas de las cuarenta recomendaciones*). París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.
- FATF/GAFI (2000). *Review to Identify Non-Cooperative Countries or Territories: Increasing the Worldwide Effectiveness of Anti-Money Laundering Measures*. París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, junio.
- FEF (2000a). Issues Paper of the Task Force on Implementation of Standards. Documento preparado para la reunión del Foro sobre Estabilidad Financiera, Singapur, 25–26 de marzo.
- FEF (2000b). *Report of the Working Group on Capital Flows*. Foro sobre Estabilidad Financiera, abril.
- FEF (2000c). *Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions*. Foro sobre Estabilidad Financiera, abril.
- FEF (2000d). *Report of the Working Group on Offshore Centres*. Foro sobre Estabilidad Financiera, abril.
- FEF (2000e). *Report of the Follow-Up Group on Incentives to Foster Implementation of Standards*. Preparado para la reunión del Foro sobre Estabilidad Financiera, 7–8 de septiembre.
- Feldstein M (1998). Refocusing the IMF. *Foreign Affairs*, 77(2), marzo/abril.
- Fischer S (1999). On the need for an international lender of last resort. *The Journal of Economic Perspectives*, 13(4), otoño.
- Fischer S (2001). *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* Nueva Orleans, American Economic Association, enero.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas) (2000). *Logros y Proyecciones* (www.flar.net/index-htm)
- FMI (1998a). Código de buenas prácticas sobre transparencia fiscal – Declaración de principios. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, Comité Provisional de la Junta de Gobernadores, abril (www.imf.org/external/np/-fad/trans).
- FMI (1998b). *IMF Survey*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 12 de enero.
- FMI (1999). *Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, abril.
- FMI (2000a). *Perspectivas de la economía mundial*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, octubre.

- FMI (2000b). *Report of the Acting Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Reforming the IMF and Strengthening the Architecture of the International Financial System*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, abril.
- FMI (2000c). Normas y Códigos – Código de buenas prácticas de transparencia de las políticas monetarias y financieras. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 3 de agosto (www.imf.org/external/standards/index.htm).
- FMI (2000d). *Experience with Basel Core Principle Assessments*. Washington, DC, Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios, Fondo Monetario Internacional, 12 de Abril.
- FMI (2000e). Outreach efforts on standards and codes stress consultation and inclusiveness. *IMF Survey*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 14 de agosto.
- FMI (2000f). *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises – Standstills – Preliminary Considerations*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 5 de septiembre.
- FMI (2000g). *International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, septiembre.
- FMI (2000h). Executive Board discusses involving the private sector in the resolution of financial crisis. Nota de información pública del FMI 00/80. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 19 de septiembre.
- FMI (2000i). *Review of Fund Facilities – Preliminary Considerations*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 2 de marzo.
- FMI (2000j). Review of IMF Loan Facilities. A Factsheet. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 30 de noviembre.
- Friedman M (1953). *Essays in Positive Economics*. Chicago, IL, University of Chicago Press.
- Godley W. (2000). Drowning in debt. *London Review of Books*, 6 de julio.
- Goldstein M (2000). Strengthening the international financial architecture. Where do we stand? Documento de trabajo, 00-8. Washington DC, Institute for International Economics, octubre.
- Goodhart C, Hartmann P, Llewellyn D, Rojas-Suárez L y Weisbrod S (1998). *Financial Regulation: Why, How and Where Now?* Londres y Nueva York, Routledge.
- Grossfeld B (2000). Global accounting: Where Internet meets geography. *The American Journal of Comparative Law*, 48(2), primavera.
- Grupo de los Diez (1996). The resolution of sovereign liquidity crises: A report to the Ministers and Governors. Informe del Grupo de trabajo al Grupo de los Diez. Basilea.
- Grupo de los Treinta (1998). *International Insolvencies in the Financial Sector*. Informe del Grupo de estudios. Washington, DC.
- Grupo de los Treinta (2000). *Reducing the Risks of International Insolvency: A Compendium of Work in Progress*. Washington, DC.
- Grupo de los Veintidós (1998). *Report of the Working Group on International Financial Crises*. Washington, DC.
- Hadjimichael MT y Galy M (1997). The CFA franc zone and the EMU. Documento de trabajo del FMI WP/97/156. Washington, DC, noviembre.
- Haldane A (1999). Private sector involvement in financial crisis: Analytics and public policy approaches. *Financial Stability Review*, noviembre.
- Hausmann R (1999). Should there be five currencies or one hundred and five? *Foreign Policy*, otoño.
- von Hayek FA (1937). *Monetary Nationalism and International Stability* (reimpresión de 1971 de la primera edición). Nueva York, Augustus M Kelley.
- Helleiner G (2000). Markets, politics and globalization. Can the global economy be civilized? Décima Conferencia Raúl Prebisch, UNCTAD, diciembre.
- IIF (1999). *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises in Emerging Markets*. Washington, DC, Institute of International Finance, abril.
- IIF (2001). *Capital Flows to Emerging Market Economies*. Washington, DC, Institute of International Finance, 24 de enero.
- International Financial Institutions Advisory Commission (IFIC) (2000). Informe (“Meltzer Report”). Washington, DC, marzo.
- Iqbal MZ, Melcher TU y Elmallah AA (1997). *International Accounting: A Global Perspective*. Cincinnati, OH, South-Western College Publishing.
- Jackson JH (1997). *The World Trading System: Law and Policy of International Economic Relations* (segunda edición). Cambridge, MA, y Londres, The MIT Press.
- JP Morgan (2000a). *World Financial Markets*. Nueva York, 5 de octubre.
- JP Morgan (2000b). *Global Data Watch*. Nueva York, 27 de octubre.
- JP Morgan (2000c). *Latin American Economic Outlook*. Nueva York.

- Kaplan E y Rodrik D (2000). Did the Malaysian capital controls work? Documento preparado para una conferencia del NBER. Mimeografiado. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, diciembre.
- Kaufman H (1992). Ten reasons to reform. *Euromoney*, noviembre.
- Kennedy A (2000). *The End of Shareholder Value*. Londres, Orion Business Books.
- Kydland F y Prescott E (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85.
- Lastra RM (1996). *Central Banking and Banking Regulation*. Londres, Grupo de mercados financieros de la London School of Economics and Political Science.
- Mathieson DJ, Schinasi GJ, et al. (2000). Internacional capital markets: Developments, prospects and key policy issues. *World Economic and Financial Surveys*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, septiembre.
- McKinnon RI (1963). Optimum currency areas. *American Economic Review*, 53.
- Miller M y Stiglitz J (1999). Bankruptcy protection against macroeconomic shocks: The case for a "super" Chapter 11. Documento presentado a la Conferencia sobre corrientes de capital, crisis financieras y política económica, Banco Mundial, Washington, DC, abril.
- Miller MH y Zhang L (1998). Sovereign liquidity crises: The strategic case for a payments standstill. Documento de debate del CEPR, 1820, febrero.
- Ministerio de Economía y Finanzas, República of Corea (1999). The Republic of Korea's crisis resolution and its policy implications. Informe al G-20 (último borrador). Seúl, diciembre.
- Ministerio de Finanzas, Japón (2000a). The road to the revival of the Asian economy and financial system (www.mof.go.jp/english/i/if022g.htm).
- Ministerio de Finanzas, Japón (2000b). Announcement of 24 November 2000 (www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/kaigi006.htm) (en japonés).
- Ministerio de Finanzas, Japón (2001). Exchange rate regimes for emerging market economies. Documento de debate preparado por funcionarios de los Ministerios de Finanzas de Francia y Japón. Tokio, 16 de enero (www.mof.go.jp/english/asem).
- Ministerio de Relaciones Exteriores del Reino de Tailandia (2000). The Chiang Mai Initiative. Documento de debate. Reunión especial de los viceministros de Finanzas de la ASEAN +3, Bangkok.
- Mistry PS (1999). Coping with financial crises: Are regional arrangements the missing link? En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*. Vol. X. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.25. Nueva York y Ginebra.
- Naciones Unidas (1999). *Towards a New International Financial Architecture*. Informe del Grupo especial del Comité Ejecutivo de las Naciones Unidas de Asuntos Económicos y Sociales. Nueva York, enero.
- Naciones Unidas (2000). Evolución reciente de la situación de la deuda en los países en desarrollo. Informe del Secretario General (A/55/422). Nueva York, Asamblea General de las Naciones Unidas, 26 de septiembre.
- NCVA (2001). Venture capital investments achieve record levels in 2000 – Torrid pace relaxed in fourth quarter. Washington, DC, National Venture Capital Association (Asociación estadounidense de capital de riesgo), 29 de enero.
- NU/DAES-UNCTAD (2001). *World Economic Situation and Prospects*. Nueva York, Publicación de las Naciones Unidas.
- OCDE (1999). *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*. París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, Grupo de Trabajo ad hoc de Gobierno Corporativo.
- OCDE (2000a). *OECD Economic Outlook*, 68. París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, diciembre.
- OCDE (2000b). *Development Cooperation 2000 Report*. París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.
- OCDE (2000c). Mergers and acquisitions in the financial sector. *Financial Market Trends*, 75. París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, marzo.
- OCDE (2000d). *Towards Global Tax Co-operation: Progress in Identifying and Eliminating Harmful Tax Practices*. Informe aprobado por el Consejo de la OCDE el 16 de junio de 2000 y reproducido en OCDE, *Financial Market Trends*, 77. París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, octubre.
- OICV (1998). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Montreal, Organización Internacional de Comisiones de Valores, septiembre.
- OMC (2000). *Estadísticas del Comercio Internacional 2000*. Ginebra, Organización Mundial del Comercio, noviembre.

- Park YC y Wang Y (2000). Reforming the international financial system: Prospects for regional financial cooperation in East Asia. En: Teunissen JJ, ed. *Reforming the International Financial System. Crisis Prevention and Response*. La Haya, FONDAD.
- Radelet S (1999). Orderly workouts for cross-border private debt. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. XI. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.25. Nueva York y Ginebra.
- Raffer K (1990). Applying chapter 9 insolvency to international debts: An economically efficient solution with a human face. *World Development*, 18(2).
- Reinhart C (2000). The mirage of floating exchange rates. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, mayo.
- Rodrik D (1999). Governing the global economy: Does one architectural style fit all? Documento preparado para la Conferencia del Foro de política comercial de la Institución Brookings sobre cómo gobernar en una economía mundial, Universidad de Harvard, abril.
- Rogoff K (1999). International institutions for reducing global financial instability. *The Journal of Economic Perspectives*, 13(4), otoño.
- Roldán J (2000). Entrevista. *The Financial Regulator*, 5(2), septiembre.
- Sachs J y Larraín F (1999). Why dollarization is more straightjacket than salvation. *Foreign Policy*, otoño.
- Sawyer D y Trundle J (2000). Core principles for systemically important payment systems. *Financial Stability Review*, 8, junio.
- Scott HS y Wellons PA (2000). *International Finance: Transactions, Policy, and Regulation* (séptima edición). Nueva York, Foundation Press.
- Secretaría de la UNCTAD (1987). The exchange rate system. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries*. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.87.II.D.3. Nueva York.
- Silverman G y Hill A (2001). Downturn tests United States Banks. *Financial Times*, 16 de enero.
- Sociedad de las Naciones (1944). *International Currency Experience – Lessons of the Inter-War Period*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Soros G (1998). Avoiding a breakdown. *Financial Times*, 31 de diciembre de 1997 y 1 de enero de 1998; y *The Crisis of Global Capitalism*. Nueva York, Public Affairs Press.
- Summers LH (2000a). The troubling aspects of IMF reform. *Financial Times*, 23 de marzo.
- Summers LH (2000b). International financial crises: Causes, prevention and cures. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, mayo.
- Triffin R (1976). Jamaica: “major revision” or fiasco. En: Bernstein EM et al., eds. *Essays in International Finance*, 115. Princeton, NJ, Universidad de Princeton, abril.
- UNCTAD (1999). *Least Developed Countries 1999 Report*. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.2. Nueva York y Ginebra.
- UNCTAD (2000a). *World Investment Report*. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.00.II.D.20. Nueva York y Ginebra.
- UNCTAD (2000b). *Informe de 2000 sobre los Países Menos Adelantados*. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.D.21. Nueva York y Ginebra.
- UNCTAD (2000c). *Corrientes de capital y crecimiento en África* (UNCTAD/GDS/-MDPB/7). Nueva York y Ginebra, Naciones Unidas.
- White WR (1996). International agreements in the area of banking and finance: Accomplishments and outstanding issues. Documento de trabajo del BPI, 38. Basilea, Banco de Pagos Internacionales, octubre.
- White WR (1998). Promoting international financial stability: The role of the BIS. En: Teunissen JJ, ed. *Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance*. La Haya: FONDAD.
- White WR (2000). What have we learned from recent financial crises and policy responses? Documento de trabajo del BPI, 84. Basilea, Banco de Pagos Internacionales, enero.
- Williamson J (1983). *The Exchange Rate System*. Washington, DC, Institute for International Economics.
- Williamson J (2000). Exchange rate regimes for emerging markets: Reviving the intermediate option. Washington, DC, Institute of International Economics, septiembre.
- Wolf M (2000). Between revolution and reform – The Meltzer Commission’s vision. *Financial Times*, 8 de marzo.

- Woods N (1998). Governance in international organizations: The case for reform in the Bretton Woods institutions. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. IX. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.98.II.D.3. Nueva York y Ginebra.
- Yam J (1998). Discurso del Gobernador de la Autoridad Monetaria de Hong Kong, Singapur, 14 de octubre; reproducido en *BIS Review*, 23 de octubre.
- Yianni A (1999). Resolution of sovereign financial crises – Evolution of the private sector restructuring process. *Financial Stability Review*, junio.
- Zeile (2000). U.S. affiliates of foreign companies. *Survey of Current Business*, 2, agosto.
- Zonis M y Wilkin S (2000). Crisis management. *The Banker*, mayo.