

## Capítulo IV

### LA GESTIÓN Y PREVENCIÓN DE LAS CRISIS FINANCIERAS

#### A. Introducción

En este capítulo se examinan aspectos fundamentales tanto de la gestión o contención de las crisis financieras como de las medidas de política económica que pueden ayudar a prevenirlas. Aquí es menester distinguir entre crisis bancarias (donde frecuentemente, entre otras cosas, el público se precipita a retirar sus depósitos de una parte de los bancos) y crisis monetarias (que consisten en que residentes y no residentes huyen de la moneda), aunque ambas pueden estar estrechamente conectadas y (tal como se analiza en el capítulo III) casi siempre lo han estado en los países en desarrollo. En el caso de las crisis bancarias no puede trazarse razonablemente una distinción conceptual entre su manejo, por un lado, y su prevención, por el otro. El hecho de fortalecer la reglamentación y supervisión financieras, por ejemplo, está manifiestamente encaminado a cumplir ambos objetivos. Los capítulos III y IV se centran sobre todo en las crisis en las que los ataques a la moneda fueron acompañados de amenazas al sistema bancario. En esos casos, distinguir entre gestión y prevención es útil, y en la sección que sigue sobre cómo afrontar y resolver las crisis se estudian las medidas que cabe adoptar en respuesta a un ataque a la moneda para detenerlo o hacer que cambie de signo, limitando así los consiguientes daños a la economía nacional.

Los asuntos abordados en la gestión de una crisis son la política macroeconómica, la administración de las reservas y el acceso al crédito, la financiación mediante prestamistas internacionales de última instancia, y los procedimientos de moratoria internacional y reestructuración de los países deudores. En vista de los elevados costos y de los inciertos resultados que entraña el basarse en medidas internas en el país deudor donde se produce el ataque y en la financiación exterior mediante acuerdos como los que están actualmente en vigor o pueden razonablemente preverse, se presta especial atención a la última de las acciones mencionadas, es decir, a los procedimientos de mora y reestructuración.

Las medidas para prevenir una crisis pueden adoptarse en el plano global, nacional o regional, y el examen que aquí se hace analiza disposiciones y propuestas clasificadas bajo epígrafes que se ajustan en términos generales a dicho orden. No obstante, las disposiciones y propuestas estudiadas no siempre encajan cabalmente en esa pauta. La supervisión internacional, por ejemplo, pertenece claramente al primero de los tres niveles señalados, y las consultas y la colaboración regionales al tercero. Pero en el caso de otras medidas (tales como la regulación financiera, las intervenciones en materia de préstamos internacionales e inversión en cartera, los controles de capital y la política cambiaria), aun cuando la acción generalmente se hace en el plano nacional, en los últimos años esas medidas han sido objeto cada vez más de iniciativas globales o regionales al tener unos apreciables efectos derivados transfronterizos, suscitar problemas de beneficiarios gratuitos (producidos por las ventajas que reporta para un país el que otros cumplan normas, patrones o pautas que él por su parte no observa), o restringir la autonomía de la política económica nacional. Tal como se explica más adelante, las dos primeras consideraciones han revestido particular importancia en las iniciativas internacionales sobre regulación y supervisión financieras, y también en la cooperación multilateral en el plano regional y global para prevenir perturbaciones en los mercados monetarios y devaluaciones competitivas. La tercera consideración ha suscitado el régimen global de convertibilidad monetaria de las transacciones internacionales actuales, así como diversos sistemas convenidos por grupos menores de países para la remoción de las restricciones de los movimientos de capital. El régimen de la OMC para el comercio internacional de bienes y servicios recoge plenamente las tres consideraciones, y en sus acuerdos figuran disposiciones explícitamente encaminadas a abordar los problemas derivados de cada una de ellas.

## **B. Gestión y solución de las crisis financieras**

### **1. Movimientos de pánico respecto de la deuda que acaban justificándose a sí mismos**

Si bien cada crisis financiera resulta diferente en los países en desarrollo, todas ellas tienen un rasgo común: la precipitación de inversores y acreedores por salir y el consiguiente pánico financiero. A decir verdad, sean cuales fueren las causas próximas de las crisis financieras o los acontecimientos que desencadenen los ataques a las monedas, los inversores y acreedores internacionales de los países en desarrollo a menudo siguen un comportamiento gregario tanto al retirarse como al invertir o prestar. La crisis de la deuda del decenio de 1980 registró una reducción drástica de los préstamos de los bancos internacionales a deudores soberanos, mientras que durante la crisis mexicana de 1994-1995 el afán por salir de los acreedores internacionales se hizo en forma de una rápida liquidación de los efectos públicos y la conversión del producto de la venta en dólares. También, en las perturbaciones más recientes del Asia oriental, el rechazo a renovar préstamos a corto plazo juntamente con el afán de los deudores no cubiertos por evitar pérdidas cambiarias fue el principal factor que agravó la crisis.

Las excesivas reacciones de los acreedores ante las dificultades financieras de los deudores suelen explicarse en términos de un problema de acción colectiva. Aun cuando los acreedores como grupo estarán mejor si renuevan a su vencimiento el crédito a un deudor, un inversor por separado tendrá razones para precipitarse a hacer lo contrario. Un deudor que normalmente genere recursos suficientes para atender al servicio de toda su deuda pendiente se encontrará con problemas de liquidez si más de un determinado número de acreedores se niega a renovar los préstamos. Si no tiene acceso a liquidez, se verá obligado a reducir sus actividades o tendrá que vender a precios de saldo sus activos, lo que a su vez reducirá sus ingresos y su patrimonio, limitando aún más su capacidad para cumplir con el servicio de la deuda y, por tanto, perjudicando los intereses de los acreedores en cuanto grupo. En este sentido, los movimientos de pánico de la deuda reflejan la falla de los mercados para coordinar decisiones individuales y generar así un resultado superior tanto para los acreedores como para los deudores.

Las consecuencias de un movimiento generalizado respecto de la deuda por acreedores internacionales suscitado por una merma de la confianza son mucho más graves que los movimientos de pánico de quienes han prestado a deudores dentro del propio país. Ese comportamiento puede fácilmente convertir un problema de liquidez en insolvencias y suspensiones de pagos generalizadas al alterar los precios de activos clave, las tasas de interés y los tipos de cambio. Cuando no existan reservas en gran cantidad o no se tenga acceso a liquidez internacional, la capacidad de un país en desarrollo deudor de reembolsar la totalidad de su deuda exterior a corto plazo cuando se solicite no es mayor que la capacidad de un banco de hacer frente a unas retiradas masivas por parte de sus depositantes. Cuando las obligaciones exteriores revisten la forma de valores directos expresados en moneda nacional, como fue el caso con los cetes y tesobonos mexicanos, la demanda de divisas procederá directamente de los acreedores. En el caso de los préstamos bancarios, la retirada de los mismos por los acreedores extranjeros puede hacer que las empresas y los bancos deudores no cubiertos se precipiten hacia la moneda extranjera a fin de pagar su deuda o cubrir sus posiciones abiertas. Esto impulsaría a su vez a la baja el valor de la moneda nacional y elevaría los tipos de interés haciendo más difícil que los deudores atiendan al servicio de esa deuda y forzándolos a liquidar activos, intensificando con ello el proceso de deflación de deuda. No son sólo los deudores internacionales los que resultarían así perjudicados; también habría consecuencias macroeconómicas más amplias, como un pronunciado descenso del empleo y la producción.

Habría además presiones sobre los tipos de cambio y los precios de los activos desde otras dos fuentes. En primer lugar, los residentes tenderán a huir de los activos en moneda nacional, y podrán hacerlo fácilmente cuando la economía esté dolarizada y exista un fácil acceso a activos en divisas. En segundo término, los movimientos precipitados respecto de la deuda por parte de acreedores extranjeros van muchas veces asociados con una huida de instrumentos distintos de la deuda en poder de no residentes, especialmente de valores bursátiles. Como esos inversores han de hacer frente a una baja de los precios cuando intenten liquidar sus tenencias, la presión vendedora en el mercado monetario se vería debilitada. Asimismo, como también sufrirían los efectos de las depreciaciones,

pueden tener menos alicientes para salir. Sin embargo, la reacción excesiva de los inversores podría con todo ampliarse, desestabilizando la retroalimentación entre el mercado de valores y el monetario. A decir verdad, ha habido una correlación muy grande entre el colapso de los precios de acciones y obligaciones y el de los tipos de cambio en los episodios recientes de crisis financiera en los países en desarrollo, y ese vínculo ha resultado especialmente intenso en el Asia oriental.

Teóricamente, hay cuatro líneas de defensa frente a un ataque masivo a la moneda de un país deudor:

- adoptar medidas de política económica interna, especialmente sobre la moneda y los tipos de interés, para restaurar la confianza en el mercado y frenar las retiradas precipitadas;
- cubrirse manteniendo suficientes reservas y líneas de crédito en divisas;
- recurrir a un servicio internacional de prestamista en última instancia para obtener la liquidez necesaria;
- aplicar una moratoria unilateral de la deuda y restricciones cambiarias, e iniciar conversaciones para una reestructuración ordenada de la deuda.

Los últimos tres mecanismos afectan no sólo a la gestión de la crisis sino también a la probabilidad de que emerjan crisis de la deuda al desalentar los movimientos precipitados contra la moneda. La amenaza de una moratoria unilateral de la deuda puede también frenar las entradas de capital a corto plazo, evitando con ello una mayor fragilidad financiera exterior.

En los apartados siguientes se examinan la viabilidad y los costos y beneficios de establecer y utilizar tales mecanismos. La respuesta de la política económica a un movimiento de pánico respecto de la deuda generalmente ha resultado ineficaz, y la acumulación de reservas para hacer frente a ataques especulativos es extremadamente costosa y apenas practicable. Además, hay serias dificultades para establecer un servicio internacional de prestamista en última instancia que proporcione el tipo de liquidez necesaria para contrarrestar esos ataques a una moneda. Un modo efectivo de afrontar estos últimos consistiría en establecer un marco internacional de moratorias y reestructuraciones de la deuda para impedir que las consiguientes crisis de liquidez acaben en insolvencias.

## **2. La política monetaria y la confianza en el mercado**

Los diferenciales en los tipos de interés son sin duda un determinante importante de los movimientos internacionales de capital. Unos tipos de interés internos más altos, ceteris paribus, estimularían las entradas de capital aumentando la rentabilidad del arbitraje en los mercados de divisas. También podrían ser una indicación de que quienes dirigen la política económica están decididos a corregir ciertas inestabilidades macroeconómicas, tales como un excesivo gasto interno y grandes desequilibrios externos, cuando amenacen presionar sobre la moneda. En tales circunstancias, una política monetaria restrictiva y unos tipos de interés más altos pueden desempeñar un papel importante en la estabilización de las corrientes de capital.

No obstante, tal como muestra lo ocurrido en el Asia oriental, cuando cunde el pánico en los mercados financieros, los efectos probables de las restricciones monetarias y de los tipos de interés más elevados sobre los flujos de capital son sumamente diferentes, ya que ejercen una gran influencia sobre el riesgo crediticio. La retirada de los préstamos extranjeros y la huida de la moneda comenzaron en primer lugar porque prestamistas e inversores no esperaban recibir los rendimientos de sus activos. Unos tipos de interés más altos simplemente señalan una disminución de la solvencia y un aumento del riesgo de impago, y la rentabilidad esperada ajustada por el riesgo tenderá a caer cuando suben esos tipos.

Para los prestamistas internacionales con créditos denominados en dólares, unos tipos de interés internos más altos en el país deudor no alterarán la rentabilidad de sus activos. Pero al incrementar las dificultades financieras de sus deudores y al reducir sus ingresos y patrimonio, aumentarán la probabilidad de impagos. Así, no supondrán un incentivo para que esos prestamistas extranjeros renueven sus préstamos en vigor u otorguen créditos nuevos.

Tampoco los tipos de interés elevados son siempre eficaces para frenar el éxodo de capitales hacia monedas extranjeras desencadenado por las expectativas de unas grandes depreciaciones. Incluso tipos de dos dígitos no consiguen persuadir al público de que mantenga su capital en activos en moneda nacional cuando se piensa que esos tipos son políticamente difíciles de mantener, como se vio en algunos países europeos durante la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) de 1992-1993, pues tales activos domésticos presentan un gran riesgo de impagos.

Si se aplican de manera persistente, las restricciones monetarias y los altos tipos de interés pueden sin duda llegar a estabilizar la moneda intensificando las dificultades de los deudores y aumentando las bancarrotas y las suspensiones de pagos, esto es, reduciendo la venta más bien que incrementando la compra de moneda nacional. Como la deflación de deuda y la recesión se intensificarán, los deudores se volverán cada vez más insolventes e incapaces de allegar fondos para adquirir divisas y atender al servicio de su deuda o para cubrirse frente al riesgo cambiario. Sin embargo, los mercados se estabilizarían más por la contracción de la economía y el incremento de los impagos que por el retorno del capital extranjero.

Al margen totalmente de la ineficacia de una política monetaria restrictiva para contener los movimientos de pánico respecto de la deuda que se acaban justificando por su misma evolución, también tiene poco fundamento económico defender el tipo de cambio a expensas de un alza de las tasas de interés. Las devaluaciones tienden a perjudicar sobre todo a quienes adolecen de desajustes monetarios entre sus posiciones de activo y pasivo, lo que a menudo es un reflejo de comportamientos especulativos. En cambio, la subida de los tipos de interés a corto plazo también causa un quebranto a los inversores nacionales con desajustes en los vencimientos. Asimismo, los sectores de bienes comercializables se resienten más de unos tipos de interés altos que de las devaluaciones; ello hace más difícil proceder a un arreglo de los pagos basado en mayor medida en la expansión de las exportaciones que en la reducción de las importaciones.

### **3. La política en materia de reservas**

A veces se sugiere que los países deudores deberían mantener reservas adecuadas para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo con el fin de evitar una tormenta monetaria cuando se producen retiradas masivas de préstamos e inversiones extranjeras. Quienes propugnan esa política aducen la experiencia de economías con grandes reservas (como China; Provincia china de Taiwán; y Hong Kong, China), argumentando a este respecto que unas reservas cuantiosas también frenarían los ataques especulativos a la moneda.

No obstante, las consecuencias de acumular una gran cantidad de reservas mediante endeudamiento son muy diferentes de cuando las reservas se acopian gracias a unos excedentes comerciales. Una manera de acumular tales reservas es esterilizar buena parte de las entradas de capital, es decir, absorber sus rendimientos mediante la emisión de instrumentos de deuda interior. No obstante, esa estrategia presenta cierto grado de circularidad. En efecto, significa que un país debería endeudarse a corto plazo sólo cuando no use los réditos de esos préstamos para financiar inversiones e importaciones. Tal estrategia puede resultar muy costosa para la economía, ya que lo que reportan las reservas de divisas generalmente se queda por debajo del costo del endeudamiento exterior.

Asimismo, el costo de esterilizar el endeudamiento privado incumbe totalmente al sector público. En realidad, las pérdidas de este sector serán superiores al costo cambiario de mantener esas reservas, ya que los tipos de interés internos reales de la deuda pública superarán por un gran margen a los intereses que reporten las reservas. Habrá así una transferencia neta del sector público al privado, además del costo neto incurrido por la economía en su conjunto. A decir verdad, la experiencia muestra que una estrategia de esa índole puede suscitar grandes déficit fiscales o pérdidas del banco central (déficit cuasifiscales).

Una variante de esta propuesta es que el sector público cubra totalmente las obligaciones externas a corto plazo del sector privado endeudándose a largo plazo e invirtiendo a corto en el extranjero. No obstante, no todos los gobiernos tienen acceso a un endeudamiento exterior a largo plazo. Y lo que es más importante, el costo de esa

operación puede resultar prohibitivo, particularmente cuando los tipos internacionales a plazo largo superan a aquellos a corto por un gran margen y la prima de riesgo de la deuda soberana a largo plazo es alto.

Una estrategia similar consiste en mantener líneas de crédito con bancos privados extranjeros y usarlas cuando haya que hacer frente a un ataque, lo que equivale a disponer de un servicio de prestamista privado de última instancia. Aquí también, sin embargo, ese modo de proceder sólo funcionará si las cantidades son pequeñas. Asimismo, los costos incurridos pueden ser muy grandes y no hay garantías de que los bancos mantengan ese crédito cuando se produzcan retiradas generalizadas de los préstamos extranjeros.

Otro problema es que la vulnerabilidad a la retirada de fondos no se limita a los créditos a corto plazo. En este particular, lo que importa es la liquidez más que el vencimiento de las obligaciones. Una retirada masiva de fondos de los mercados de acciones y obligaciones o de bonos puede causar dificultades similares en el mercado monetario, incluso aunque la baja de los precios de esos activos tienda a aliviar las presiones sobre el tipo de cambio. Cuando los mercados bursátiles y de bonos sean importantes y la presencia extranjera apreciable, las situaciones bajistas en esos mercados pueden fácilmente traducirse en una huida respecto de la moneda nacional, necesiéndose intervenciones en gran escala para estabilizar el tipo de cambio. El costo de mantener unas reservas lo bastante grandes para hacer frente a esa eventualidad sería prohibitivo.

#### **4. Medidas de ayuda y servicios internacionales de prestamista de última instancia**

El suministro de liquidez por un prestamista internacional de última instancia para estabilizar los mercados monetarios no ha sido la respuesta de la política económica a las crisis monetarias de los países en desarrollo. Más bien, la asistencia coordinada por el FMI se ha facilitado por lo general después del colapso de la moneda, en forma de operaciones de emergencia destinadas a atender las demandas de los acreedores y prevenir las suspensiones de pagos. Esas operaciones, sin embargo, plantean problemas por muchos motivos. En primer lugar, protegen a los acreedores al evitar que asuman todos los costos de unas malas decisiones en materia de préstamos, haciendo así recaer toda la carga sobre los deudores. En segundo término, tienden consiguientemente a crear un riesgo moral en los prestamistas internacionales, fomentando unas prácticas crediticias imprudentes. No sólo reducen la preocupación de los acreedores por el riesgo de liquidez, sino a menudo, al ofrecer garantías públicas ex post a la deuda privada, también tienden a reducir la percepción del riesgo de impago. En tercer lugar, la financiación internacional requerida ha supuesto cantidades cada vez mayores que han sido difíciles de allegar.

No obstante, también existen serios impedimentos para crear un prestamista internacional genuino de última instancia que evite esos problemas. El funcionamiento efectivo de un servicio de esa índole dependerá de dos condiciones: tendría que haber unas normas y requisitos razonablemente bien definidos que el prestatario debería satisfacer, y el prestamista de última instancia gozaría de facultades discrecionales para crear liquidez al ejercer su cometido.

Entre los actuales acuerdos multilaterales para proporcionar financiación exterior, los servicios que existen dentro de la UE quizá sean los que cumplan menos mal ambas condiciones. Tales servicios facilitan un respaldo a corto plazo a los países miembros de la UE tanto si participan en el mecanismo de tipos de cambio (MTC) del SME como si no participan, así como otra financiación a plazo más largo. El acceso a financiación exterior a corto plazo se garantiza a un participante en el MTC mediante la intervención en los mercados cambiarios para mantener su moneda dentro de los límites de fluctuación prescritos; el endeudamiento mediante esos servicios queda sujeto a nuevas condiciones sólo si el vencimiento del préstamo se amplía más allá de un período inicial, que puede llegar a ser aproximadamente de dos meses y medio. Los países miembros de la UE dispondrán de otra financiación exterior a corto plazo dentro de ciertos límites una vez que tal cosa se haya convenido de conformidad con los procedimientos establecidos. También se contará con financiación exterior a plazo medio dentro de límites específicos sujetos a un acuerdo multilateral similar respecto de las necesidades del país prestatario (después de tomar en cuenta las medidas de política económica que adopte para superar sus dificultades).

En términos estrictos, el FMI no satisface ninguna de las condiciones anteriores para poder ser un prestamista de última instancia. En realidad, esa institución no se concibió originariamente para proporcionar financiación a aquellos de sus miembros que tropiezan con problemas de liquidez asociados a las corrientes de capital. El artículo VI de su Convenio Constitutivo prevé específicamente los préstamos destinados a financiar salidas persistentes de capital. Hasta ahora en sus intervenciones con tal fin el FMI ha recurrido al suministro de fondos por sus principales accionistas. A raíz de la crisis mexicana se hizo una propuesta para crear un nuevo "servicio de financiación a corto plazo" (SFCP) con tal propósito<sup>1</sup>. El servicio se usaría por países muy integrados en los mercados internacionales de capital, incluidos países industriales y mercados emergentes. No obstante, tal propuesta tropezó con muchas dificultades.

La primera se refiere a las condiciones en que se facilitaría la financiación a los países con problemas de liquidez. En la propuesta del SFCP se preveían dos posibilidades: un derecho automático de giro (análogo al tramo de oro) y un giro sujeto a la aprobación del Directorio Ejecutivo. Se pensaba que con ese proceder en dos etapas se conseguiría un equilibrio entre celeridad y riesgo. Mientras el acceso automático aseguraría una respuesta en tiempo oportuno a las presiones del mercado, también podría crear mayor incertidumbre para el FMI y suscitar un riesgo moral en el prestatario. En cambio, el giro condicional reduciría aquella contingencia en el caso del Fondo, pero las negociaciones y la aprobación podrían causar grandes demoras e incertidumbres y acabar menoscabando la confianza del mercado. El documento del Fondo sugería que en el caso del giro condicional la solicitud se hiciera en el momento de las consultas del artículo IV, y que el servicio no serviría para financiar déficit insostenibles por cuenta corriente. En este sentido, la aceptación por el Fondo del acceso supondría el marchamo de la aprobación de la posición subyacente del país en materia de pagos exteriores.

En principio, el acceso a un servicio de prestamista de última instancia dependería de que se cumplieran unas condiciones especificadas de antemano, más bien que del compromiso de que se emprenderán ciertas acciones después de que la crisis se produzca. Tales condiciones pueden referirse no sólo a la sostenibilidad de los tipos de cambio y las posiciones por cuenta corriente, sino también a factores que afectan a la estabilidad financiera, como la cuantía y la estructura de vencimientos de la deuda exterior y una regulación cautelar efectiva. El prestamista de última instancia debería gozar de facultades y de capacidad para supervisar hasta qué punto esas condiciones se satisfacen y determinar si los países las cumplen.

Existen, con todo, serias dificultades para aplicar ese modo de proceder. En primer lugar, se requeriría una ampliación considerable de las consultas del artículo IV sobre cuestiones relacionadas con la cuenta de capital, y no está claro si tal cosa exigiría modificar el Convenio Constitutivo con el fin de otorgar al Fondo jurisdicción en tales asuntos. En segundo término, puede no ser fácil ponerse de acuerdo sobre qué constituye el conjunto pertinente de medidas de política económica e instituciones. Por ejemplo, ha habido una controversia considerable sobre las acciones demandadas por el Fondo como parte de su conjunto de ayudas a la República de Corea; a decir verdad, se ha considerado que algunas de las condiciones impuestas interfieren "innecesariamente en la jurisdicción propia de un gobierno soberano" y no constituyen cuestiones técnicas para hacer frente al problema de pagos<sup>2</sup>. Asimismo, la idoneidad de la política económica nacional para sostener el tipo de cambio y la estabilidad financiera cuando un país está integrado en los mercados internacionales de capital plantea problemas de interpretación que van más allá de los suscitados tradicionalmente en los casos de supervisión del FMI. Así, pueden surgir diferencias considerables entre el Fondo y el miembro de que se trate durante las consultas del artículo IV sobre el cumplimiento de las condiciones de habilitación. Por último, si bien la experiencia confiere mucho peso a la sugerencia de que las crisis

---

<sup>1</sup> Esta idea en realidad se remonta al Comité de los Veinte. Fue reavivada por el FMI en 1994, y elaborada en un documento de la dirección titulado "A short-term financing facility" (Washington, D.C., FMI, septiembre de 1994). Para un examen de las cuestiones suscitadas véanse E.V.K. Fitzgerald, "Intervention versus regulation: The role of the IMF in crisis prevention and management", UNCTAD Review, 1996; y J. Williamson, "A new facility for the IMF", en UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol. VI (publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.96.II.D.7), Nueva York y Ginebra, 1995.

<sup>2</sup> M. Feldstein, "Overdoing it in East Asia", Foreign Affairs, marzo/abril de 1998, pág. 26.

financieras pueden producirse a pesar de unos reglamentos cautelares efectivos y de unas posiciones macroeconómicas sostenibles, hay una tendencia a asumir que vienen causadas principalmente por una política económica defectuosa y la debilidad del mecanismo institucional. Por ejemplo, varias de las fallas de la política económica y las instituciones del Asia oriental surgieron a la luz sólo después de la crisis, aunque la política económica y los resultados de esos países habían sido muy alabados anteriormente. Si el simple hecho de que una crisis ha ocurrido se toma como una prueba prima facie de una política económica y unas instituciones deficientes, nunca será posible que los países en desarrollo estén habilitados para recurrir a un servicio de prestamista de última instancia sin compromisos adicionales y hasta ahora no especificados de que emprenderán ciertas acciones.

Una segunda serie de problemas se refiere al nivel de acceso y a la adecuación de los fondos. En la propuesta de 1994 se preveía que estos últimos estuvieran en proporción a la cuantía de las pérdidas de reservas que los países pueden soportar, pero no se pensaba que el servicio financiara los choques plenamente. Se consideraba un 300% de aquella cuantía como posible límite superior. Esa cantidad sería ciertamente muy modesta en relación con las posibles necesidades derivadas de unas salidas repentinas, pero podría absorber una proporción importante de los recursos del Fondo. Por ejemplo, en la crisis mexicana de 1994-1995, la oferta inicial del FMI de financiación de 7.800 millones de dólares suponía tres veces la cuota del país. Incluso, aunque esa cifra se elevó después a 17.800 millones de dólares, representando no más que un tercio del conjunto total de ayudas, se consideró por muchos como insólitamente elevada y arriesgada para el Fondo.

La intervención reciente del FMI en el Asia oriental superó también en mucho las cuotas de los países de que se trata, y se sufragó mediante disposiciones especiales y procedimientos de financiación urgente establecidos después de la crisis mexicana en la hipótesis de que "se esperaba que no se hiciera mucho uso de esos procedimientos de emergencia, y que el papel del FMI no pasaría de ser catalítico"<sup>3</sup>. Al ahondarse la crisis en el Asia oriental, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó en diciembre de 1997 el Servicio de Reservas Suplementarias para facilitar financiación a países que experimenten dificultades excepcionales de pagos mediante un acuerdo ampliado o un acuerdo de derecho de giro sumamente condicional por tiempo de hasta un año<sup>4</sup>.

Teóricamente, los DEG podrían desempeñar un papel fundamental en la creación de un servicio de prestamista de última instancia, al convertirse en un genuino activo fiduciario y aumentar su cometido y su parte en las reservas globales. En realidad, después de que se desencadenara la crisis mexicana, en su declaración a la Cumbre Social de Copenhague de 1995, el Director Gerente del FMI sugirió que una cura efectiva dependía de que "se convenciera a nuestros miembros de que mantuvieran, por lo que atañe al FMI, el nivel apropiado de recursos que permitiera frenar crisis similares cuando ocurrieran", añadiendo que esto implicaría, entre otras cosas, una decisión acerca de "trabajos ulteriores sobre el papel que los DEG podrían desempeñar en implantar una red de seguridad financiera de última instancia en el mundo"<sup>5</sup>. Ese paso obligaría a modificar el Convenio Constitutivo y podría encontrar la oposición de algunos grandes países industriales. Como se insiste en que el FMI debería seguir siendo mayormente una institución basada en las cuotas, la financiación mediante la emisión de bonos por esa institución también se descarta. Esto deja los recursos normales del Fondo, juntamente con sus servicios de préstamo, como la única fuente potencial de financiación. No obstante, por sí solos no proporcionarían financiamiento de la magnitud facilitada por el FMI y otras fuentes durante las recientes crisis de México y el Asia oriental.

---

<sup>3</sup> IMF Survey, Supplement on the IMF, septiembre de 1996, pág. 15.

<sup>4</sup> IMF Survey, 12 de enero de 1998, pág. 7.

<sup>5</sup> IMF Survey, 20 de marzo de 1995, pág. 86.

Las operaciones de ayuda del FMI seguirán así basándose en acuerdos ad hoc con los principales países industriales. En vista de la creciente preocupación del público por el reparto de las cargas y el riesgo moral, y por la cuantía e incertidumbre cada vez mayores de esas operaciones, no hay garantías de que en lo futuro se cuente siempre con los fondos necesarios. Los críticos señalan más y más la índole no transparente de tales operaciones. Asimismo, también es motivo de preocupación el riesgo de impago para los países que proporcionan los fondos de ayuda. Aunque México pudo reembolsar rápidamente su deuda con los Estados Unidos a raíz de la operación de emergencia refinanciándola en los mercados internacionales de capital, nada asegura que otros deudores con problemas sean igualmente capaces. Se suscitan así cuestiones sobre si esa transformación de deuda exterior no podría lograrse sin pasar por operaciones de rescate del FMI y sin crear riesgos para los contribuyentes de los países acreedores<sup>6</sup>. A este respecto, la aplicación de principios de insolvencia, examinados en el apartado siguiente, puede proporcionar una alternativa eficaz.

## **5. Procedimientos de insolvencia y crisis internacionales de la deuda**

### *a) Principios de insolvencia*

Comentando la crisis de la deuda del decenio de 1980 hace más de 10 años, la secretaría de la UNCTAD expresaba el dilema principal que afrontan los países deudores como sigue:

La inexistencia de un marco imparcial y bien articulado para solucionar los problemas internacionales de la deuda crea el gran peligro, que en parte ya se ha materializado, de que los deudores internacionales se vean en las dos peores situaciones posibles; pueden padecer (y muchos ya lo padecen) el estigma económico y financiero de que se les considere de facto en quiebra, con todas las consecuencias que esto supone para su solvencia y la obtención de financiación en el futuro, y al mismo tiempo no reciben en gran parte los beneficios de la ayuda y la reorganización financieras que acompañarían una quiebra de jure tramitada de manera similar a la prevista en el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos<sup>7</sup>.

Los procedimientos concursales revisten especial interés en las crisis internacionales de deuda producidas por problemas de liquidez, al proponer una reestructuración financiera más que una liquidación. En el Código de Quiebras de los Estados Unidos se basan en la premisa de que el valor de la empresa como un conjunto de actividades que se están ejerciendo excede del valor de sus activos en el caso de liquidación. No se nombra ningún administrador o síndico para hacerse cargo de las actividades de los deudores, y por lo general éstos siguen en posesión de sus bienes, con todas las facultades de un fideicomisario<sup>8</sup>. La finalidad de estos procedimientos es facilitar una reestructuración ordenada en tres etapas.

Al principio tales procedimientos permiten una moratoria automática del servicio de la deuda con el fin de proporcionar a los deudores que siguen en posesión de sus bienes un respiro por parte de sus acreedores, que no pueden emprender acciones legales o ejecutar el pago de las deudas. La cláusula de mora automática se basa en el reconocimiento de que el hecho de que los acreedores compitan por hacerse con los activos es perjudicial para el deudor tanto como para los acreedores en cuanto grupo. Brinda al primero una oportunidad para que formule un plan de reorganización y garantiza la paridad de trato de los segundos. La solicitud de quiebra paraliza todas las acciones

---

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, A. J. Schwartz, "The world's Central Bank. Time to terminate the ESF and IMF" (Washington, D.C., National Bureau of Economic Research, 1998), mimeografiado.

<sup>7</sup> TDR 1986, anexo al capítulo VI.

<sup>8</sup> Véanse también J. Sachs, "External debt, structural adjustment and economic growth", 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, 1998; y, UNCTAD, Informe de 1992 sobre las inversiones en el mundo, recuadro XI.I.

contra el deudor, con lo que las obligaciones derivadas de los intereses futuros del endeudamiento anterior a la solicitud cesan de acumularse a partir de la fecha de esta última y no pueden hacerse valer contra el deudor.

En la segunda etapa, entre la solicitud y el final de la quiebra mediante la reorganización de las cuentas del deudor, el Código permite que este acceda al capital de explotación necesario para proseguir con sus actividades. Ello se hace otorgando una preferencia a la deuda contraída después de la solicitud. Esa financiación del deudor en posesión de sus bienes no depende de la autorización de los acreedores existentes, y se aprueba siempre que se piense que la continuidad de las actividades de la empresa aumentará su valor.

La etapa final es la reorganización del activo y pasivo del deudor y de sus actividades. El Código desalienta las posiciones cerradas de cualquier grupo de acreedores y acelera el proceso hacia una rápida solución. El plan no requiere el apoyo unánime de los acreedores (basta la aceptación de la mitad de ellos y de los dos tercios de la cuantía de las deudas), y el deudor puede obtener la aprobación judicial de sus planes de reorganización mediante las cláusulas llamadas de "cram down", que disponen la aceptación forzosa de los mismos.

Estos procedimientos se usan no sólo para la deuda privada. El capítulo 9 del Código se ocupa de los deudores públicos (municipios) y aplica los mismos principios del capítulo 11. El reciente éxito de la reorganización de la deuda del Condado de Orange se hizo con arreglo al capítulo 9. Disposiciones similares existen en casi todos los demás países industriales. Aunque no siempre van tan lejos como los Estados Unidos en la salvaguardia de los intereses y las necesidades del deudor, no establecen procedimientos rígidos y legalistas encaminados a satisfacer el interés de los acreedores a toda costa<sup>9</sup>.

#### *b) Aplicación internacional*

Los deudores internacionales privados pueden disfrutar de una protección frente a la insolvencia mediante cláusulas en sus contratos con los acreedores aun cuando la aplicación de las mismas suscite muchas y complejas cuestiones legales, tales como la determinación del derecho y la jurisdicción competentes y el problema del cumplimiento<sup>10</sup>. No obstante, en los casos en que haya unos movimientos generalizados de los acreedores para recuperar la deuda, esa protección no brindará mucha ayuda al país de que se trate incluso si el grueso de la deuda exterior está en manos de empresas y bancos privados. Si hay muchos deudores, será muy difícil iniciar simultáneamente procedimientos de insolvencia respecto de todos ellos a fin de frenar la carrera de los acreedores por hacerse con los activos. Asimismo, como en el caso del Asia oriental, casi todos los deudores privados pueden ser realmente solventes y estar, por ende, poco dispuestos a solicitar una situación de insolvencia, aunque el país quizá no cuente con reservas para atender la demanda de divisas<sup>11</sup>. Sin embargo, como ya se señaló, los movimientos de unos acreedores inducidos por el pánico pueden hacer a esos deudores insolventes, y ese peligro será mayor cuando la deuda exterior corresponda al sector privado y se hayan desmantelado los controles cambiarios. Con una deuda soberana, la "carrera de activos" sobre la moneda estará limitada, y los controles de los tipos de cambio pueden ayudar a que los residentes no se desprendan de activos nacionales. Incumbirá a los gobiernos tomar medidas para garantizar el tipo de protección suministrada por los procedimientos de insolvencia, particularmente la moratoria de la deuda.

---

<sup>9</sup> Para una comparación de los códigos concursales de los Estados Unidos, el Reino Unido y Alemania, véanse B. Eichengreen y R. Portes, *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors* (Londres: Centre for Economic Policy Research, 1995); y J. Franks, "Some issues in sovereign debt and distressed reorganizations", *ibid.*, anexo 2.

<sup>10</sup> Sobre tales cuestiones véase D. M. Sassoon y D.D. Bradlow (eds.), *Judicial Enforcement of International Debt Obligations* (Washington, D.C.: International Law Institute, 1987).

<sup>11</sup> Este fue también el caso de México en 1994-1995 cuando el Gobierno era solvente, en el sentido de que podía reembolsar en pesos a todos los tenedores de los tasebonos pendientes que estaban vinculados al dólar, pero el banco central no contaba con reservas suficientes para que esos tenedores convirtieran los pesos en dólares.

No obstante, las prácticas judiciales corrientes y las acciones de los gobiernos en los principales países industriales no permiten a los gobiernos deudores beneficiarse de los procedimientos de moratoria de la deuda en el caso de obligaciones exteriores (véase el recuadro 4). En este contexto se suscita la cuestión de si las disposiciones pertinentes del Convenio Constitutivo del FMI pueden brindar una base legal para que los gobiernos deudores tomen medidas mediante controles cambiarios. La disposición que hace más al caso figura en la sección 2 b) del artículo VIII:

Los contratos de cambio que comprendan la moneda de un país miembro y que sean contrarios a las disposiciones de control de cambios mantenidas o impuestas por dicho país miembro de conformidad con este Convenio serán inexigibles en los territorios de cualquier país miembro. Además, los países miembros podrán, por mutuo acuerdo, cooperar en la aplicación de medidas que tengan por objeto hacer más eficaces las disposiciones de control de cambios de cualquiera de los países miembros, siempre que dichas medidas y disposiciones sean compatibles con este Convenio.

Este artículo ha dado pie a interpretaciones diferentes y contradictorias<sup>12</sup>. Según un parecer, permite a los gobiernos tomar decisiones unilaterales de mora de los pagos de la deuda, ya que con arreglo a la sección 3 del artículo VI los miembros tienen libertad para imponer controles de capital sin la aprobación del FMI. Los tribunales de los países miembros no pueden desestimar esas medidas si son compatibles con el Convenio Constitutivo. De ello se sigue, por tanto, que toda suspensión del servicio de la deuda introducida en el contexto de controles cambiarios aprobados por el FMI entrañaría que los contratos de deuda no se podrían ejecutar por los tribunales de ningún miembro de Fondo.

Según otra opinión, éste no era el propósito original de la cláusula. A decir verdad, existen considerables ambigüedades acerca de conceptos tales como control de cambios y contratos de cambio, permitiendo diferentes interpretaciones. Si bien los tribunales parecen favorecer en Francia una interpretación más amplia, los de los Estados Unidos y el Reino Unido tienden a definir los contratos cambiarios sólo como aquellos que tienen por objetivo inmediato el canje de medios de pago internacionales, más bien que todo contrato que afecte a las reservas de divisas de un país. Consiguientemente, en esa interpretación los acuerdos de préstamos internacionales no son "contratos de cambio" y, por ende, no caen dentro del ámbito del artículo<sup>13</sup>.

En la práctica, los gobiernos son reacios a recurrir a la suspensión unilateral del servicio de la deuda y a controles cambiarios incluso en el caso extremo de un pánico financiero. Las razones expuestas por el FMI son que:

Como no existe un procedimiento legal bien definido y aceptado que se aplique en tales casos, el sistema de resolver el problema de la deuda mediante una reestructuración involuntaria resulta ser necesariamente ad hoc con un resultado incierto. Los tenedores de bonos pueden intentar corregir la situación, mediante acciones individuales o coordinadas, procurando hacerse con los activos de los deudores o amenazando con perturbar sus sistemas comerciales y de pagos ... Acreedores que quieran beneficiarse sin esfuerzo también pueden socavar cualquier solución negociada intentando que se paguen en su caso las deudas de que son titulares. Además, una reestructuración involuntaria de la deuda dañará la solvencia e incrementará posiblemente el costo de acceder a los mercados internacionales en el futuro<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> Véanse L. Nurick, "The International Monetary Fund Articles of Agreement", en Sassoon y Bradlow (eds.), *op. cit.*; y Eichengreen y Portes, *op. cit.*

<sup>13</sup> Para varias normas basadas en esa interpretación, véase Nurick, *op. cit.*, págs. 111 a 113.

<sup>14</sup> International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues (Washington, D.C.: FMI, 1995), pág. 11.

**Recuadro 4**

**FALLOS JUDICIALES EN LOS ESTADOS UNIDOS SOBRE LA APLICACIÓN DEL CAPÍTULO 11 DEL CÓDIGO DE QUIEBRAS A DEUDA INTERNACIONAL**

En 1982 las dificultades de pagos hicieron que el Gobierno de Costa Rica suspendiera el pago del servicio de la deuda por tres bancos públicos. Inicialmente, el asunto llevado por los acreedores ante el Tribunal del Distrito de Nueva York en 1983 fue desestimado con el argumento de que la acción del Gobierno costarricense constituía un acto de Estado – es decir, era "gubernamental" (en contraposición con comercial) – tanto por su índole como por su finalidad <sup>1</sup>. El Tribunal de Apelación confirmó ese fallo, aunque por motivos diferentes, a saber, que la acción era consistente con el derecho y la política seguida en los Estados Unidos, con referencia en particular al capítulo 11 del Código de Quiebras. Dictaminó que la acción de Costa Rica "no era una repudiación de la deuda sino más bien un simple aplazamiento de los pagos mientras intentaba de buena fe renegociar sus obligaciones", y era "plenamente compatible con el espíritu de las leyes sobre la quiebra, cuya obligatoriedad para los que están sujetos a la jurisdicción competente es reconocida por todas las naciones civilizadas", lo que provocó comentarios en la prensa financiera como el de que Nueva York era "inseguro para los acuerdos sobre préstamos" <sup>2</sup>.

No obstante, después de reabrir el asunto el mismo tribunal se desdijo en 1984, cuando "el Gobierno de los Estados Unidos afirmó sin rodeos que la decisión anterior del tribunal había interpretado incorrectamente la política estadounidense como un apoyo a la aplicación de los decretos costarricenses" <sup>3</sup>. El tribunal falló que la declaración del Departamento de Justicia establecía claramente que la política del Gobierno era respaldar "un procedimiento de solución de la deuda que operase con los auspicios del Fondo Monetario Internacional", y que "el intento de Costa Rica de reestructurar unilateralmente obligaciones privadas era incompatible con este sistema de cooperación y negociación internacionales y, por lo tanto, con la política de los Estados Unidos".

El fallo final estableció en efecto que para que los gobiernos extranjeros disfrutaran de protección en caso de insolvencia en los tribunales estadounidenses, sus acciones deberían ser conformes no sólo con el derecho de los Estados Unidos sino también con la política de ese país respecto de la reestructuración de la deuda internacional. A decir verdad, ese fallo dio pie a observaciones tales como la de que "las doctrinas legales vigentes en los Estados Unidos ... no podían fácilmente extenderse para crear lo que equivalía a un código de prácticas internacionales en materia de bancarrotas, cuando no había leyes ni otra base para tal fin ... Al faltar pautas acerca de lo que constituía una renegociación de buena fe de una deuda soberana, la suspensión de los remedios legales de los acreedores podría facultar a un poder soberano extranjero a actuar unilateral y arbitrariamente en materias que afectan directamente a los bancos de los Estados Unidos e indirectamente a la estabilidad del sistema bancario de este país" <sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Para un estudio completo de este asunto véanse L. C. Buchheit, "Act of State and comity: Recent developments" en Sassoon y Bradlow, *op. cit.*: y TDR 1986, recuadro 6. Las citas que se hacen a continuación de las referencias a los fallos judiciales están tomadas de esas dos fuentes.

<sup>2</sup> Financial Times, 24 de mayo de 1984.

<sup>3</sup> Buchheit, *op. cit.*, pág. 103.

<sup>4</sup> *Ibid.*, pág. 102.

Sin embargo, el Fondo también reconoce que "puede haber razones económicas y políticas de peso para una reestructuración involuntaria respaldadas por un cálculo económico que indique que unos mayores costos de financiación en lo futuro serán menores que las pérdidas y el peso muerto que entraña un reajuste interno rápido y profundo"<sup>15</sup>.

En vista de las deficiencias de las actuales disposiciones institucionales para afrontar las crisis de deuda, y la mayor capacidad de los mercados financieros para infligir serios daños, ahora se acepta cada vez más la necesidad de reformas. Tal como se dijo antes, hay muchas dificultades para emplear los procedimientos nacionales de insolvencia en la solución de las crisis internacionales de deuda. Asimismo, sería difícil repetir esos procedimientos en el plano internacional para contratos crediticios transfronterizos. También ha de reconocerse que la reorganización de la deuda internacional inevitablemente cobra una dimensión política sustancial. Todo ello ha de tenerse presente a la hora de diseñar un marco global para abordar los problemas internacionales de la deuda.

Los debates sobre la reforma se han centrado hasta ahora en la deuda soberana y en el modo de aplicar internacionalmente el tipo de principios y procedimientos sobre bancarrotas del capítulo 11 (o del 9) del Código de Quiebras de los Estados Unidos. Una propuesta es crear un tribunal concursal internacional con el fin de extender la aplicación del capítulo 11 mediante un tratado internacional ratificado por todos los miembros de las Naciones Unidas. En ese modo de proceder, el tribunal internacional estaría facultado no sólo para imponer una moratoria automática y permitir que el deudor continúe en posesión de sus bienes para poder financiarse, sino también para reestructurar la deuda y aliviarla. Acreedores y deudores designarían de común acuerdo unos árbitros y, con el fin de asegurar la imparcialidad, ningún tribunal del país de los acreedores o del deudor debería supervisar sus actuaciones<sup>16</sup>.

Una opción menos ambiciosa y quizá más viable sería establecer un marco para aplicar a los deudores internacionales principios fundamentales en materia de insolvencia, a saber, una moratoria de la deuda y una financiación del deudor al que se deja en posesión de sus bienes, combinándolos con las prácticas establecidas de reestructuración de la deuda, incluidas las negociaciones en que participa el FMI, que desempeñaría un papel principal en la aplicación de esos dos principios.

Según un parecer, las moratorias tendrían que ser sancionadas por el FMI: " una vez tomada esa determinación por el Directorio Ejecutivo del FMI, el gobierno deudor estaría protegido contra las demandas legales de sus acreedores para el pago inmediato de la deuda"<sup>17</sup>. Ello requeriría una interpretación amplia del artículo VIII 2) b), lo que podría hacerse bien por el Directorio Ejecutivo del Fondo o mediante una enmienda al Convenio Constitutivo para que se incluyeran las moratorias de deuda. Estas podrían autorizarse cuando se haya perdido una determinada proporción de las reservas o la moneda caiga por debajo de un cierto umbral o cuando se produzcan ambas cosas a la vez.

Según otra opinión, bastaría un procedimiento más informal:

Incitar al FMI a que asesore al deudor u a otro organismo sobre la justificación (o no) de una suspensión de los pagos del servicio de la deuda permitiría al Fondo ejercer una función de señalización; un gobierno que viera su moratoria aprobada sufriría unos daños relativamente pequeños en su reputación, mientras que la posibilidad de que el Fondo no diera su aprobación desalentaría a los gobiernos a que utilizaran la opción estratégicamente. Naturalmente, el FMI debería limitar su asesoramiento ex ante al gobierno deudor y daría

---

<sup>15</sup> *Ibid.*, pág. 11.

<sup>16</sup> Esta sugerencia ha sido hecha por K. Raffer. Véase su trabajo "Applying chapter 9 insolvency to international debts: An economically efficient solution with a human face", *World Development*, Vol. 18, N° 2, 1990.

<sup>17</sup> Sachs, *op. cit.*, pág. 52.

a conocer su opinión a los mercados ex post para evitar que se desencadene un pánico. Una reinterpretación definitiva del artículo VIII 2) b) confirmaría al FMI en este papel incluso si ello no surtiera efectos jurídicos en los tribunales nacionales<sup>18</sup>.

No obstante, se han suscitado varias objeciones contra la concesión al Fondo de tanto poder, aduciendo un conflicto de intereses. Se ha argüido que el Directorio Ejecutivo del FMI no es un órgano neutral, del que quepa esperar que actúe como un árbitro independiente, ya que los países afectados por sus decisiones figuran entre sus accionistas. Asimismo, como el propio Fondo es un acreedor y una fuente de dinero nuevo, y actúa con la autoridad de imponer condiciones a los países prestatarios, pueden surgir conflictos de intereses tanto con los deudores como con otros acreedores<sup>19</sup>.

Un procedimiento alternativo sería así establecer un grupo independiente que determinase si el país de que se trata tiene motivos justificados para imponer restricciones cambiarias que surtan el efecto de una moratoria de la deuda con arreglo al artículo VIII 2) b). Esa disposición tendría que tener fuerza legal en los tribunales nacionales para que el deudor gozara de protección en caso de insolvencia. La decisión de mora podría tomarse unilateralmente por el país deudor y luego presentarse al grupo para su aprobación en un determinado plazo de tiempo. Tal modo de proceder ayudaría a evitar "las incitaciones al pánico" y sería similar a las cláusulas de salvaguardia de la OMC que permiten a los países emprender acciones en casos de emergencia.

También sería menester combinar las moratorias de deuda con la financiación de los deudores dejados en posesión de sus bienes a fin de reponer las reservas de los países deudores y disponer de capital circulante. Esto significaría que el FMI "prestaría para el pago de atrasos". Los fondos requeridos para esos préstamos de emergencia serían muy inferiores en magnitud a las operaciones de ayuda. Asimismo, el Fondo podría también ayudar a que se facilitara crédito de emergencia por parte de mercados reputados de capital privado.

Por lo que se refiere a la deuda soberana contraída con acreedores privados, la reorganización se haría mediante negociaciones con esos acreedores, y cabría esperar del FMI que siguiera desempeñando un papel importante al proporcionar un foro para que todos los acreedores negociaran con el gobierno deudor. Podrían necesitarse disposiciones especiales para los bonos, que suelen ser más difíciles de reestructurar. En el caso de la deuda privada, se entablarían negociaciones con los acreedores privados inmediatamente después de la imposición de la moratoria. Cabría también aplicar procedimientos judiciales a deudores individuales con arreglo a la jurisdicción y el derecho reconocidos por los contratos de que se trate. Su aplicación se vería muy facilitada por la existencia de procedimientos concursales adecuados en los países deudores.

En los episodios pasados de crisis de la deuda, las soluciones negociadas a menudo acababan en la socialización de la deuda privada cuando los gobiernos de los países en desarrollo se veían forzados a asumir las

---

<sup>18</sup> Eichengreen y Portes, *op. cit.*, págs. 49 y 50.

<sup>19</sup> Para un examen de esas objeciones véanse Eichengreen y Portes, *op. cit.*, págs. 43 y 44; y Raffer, *op. cit.*

pérdidas crediticias<sup>20</sup>. Esto conduce no sólo a una redistribución regresiva de la riqueza en el país deudor, sino también produce riesgo moral tanto en deudores como en acreedores privados. La introducción de una moratoria automática, juntamente con una financiación de los deudores a los que se deja en posesión de sus bienes, podría ayudar a aliviar tales presiones.

Ciertamente, sería menester resolver bastantes cuestiones al establecer unos procedimientos que protegiesen a los deudores de las consecuencias de los movimientos de pánico de los acreedores, movimientos que acaban justificándose a sí mismos, y los permitieran continuar con sus actividades sin crear un riesgo moral y sin la posibilidad de que se abusara de los controles cambiarios. La reciente crisis del Asia oriental ha mostrado una vez más que hay una necesidad de salvaguardar a los países deudores contra las reacciones excesivas de los mercados financieros, lo que "es plenamente compatible con el espíritu de las leyes sobre la quiebra, cuya obligatoriedad para los que están sujetos a la jurisdicción competente es reconocida por todas las naciones civilizadas" (véase también el recuadro 4)<sup>21</sup>. La adopción del principio de una suspensión automática de los pagos a los acreedores e inversores internacionales constituye sin duda uno de los pasos más útiles que podrían tomarse en esa dirección.

## C. Prevención de las crisis financieras

### 1. La supervisión global

La supervisión global no ha logrado prevenir las crisis financieras internacionales. Esa falla refleja en parte la adaptación tardía, y hasta ahora sólo parcial, de los procedimientos existentes a los problemas suscitados por las grandes corrientes privadas y autónomas de capital. Pero quizá ello se deba más fundamentalmente a la naturaleza desequilibrada de esos procedimientos, que prestan muy poca atención al impacto mundial desproporcionadamente grande de las políticas monetarias de una pequeña minoría de países de la OCDE.

En vista del tamaño y la integración cada vez mayores de los mercados financieros, toda gran crisis financiera tiene ahora ramificaciones mundiales. En consecuencia, prevenir una crisis interesa no sólo al país inmediatamente aquejado, sino también a los demás países que están estrechamente integrados en el sistema comercial y financiero internacional y que pueden verse afectados de muchas maneras. Como ya se señaló, el contagio puede producirse por conducto de varios canales, como los que forman la interdependencia de la liquidez y el crédito entre las principales instituciones y mercados financieros del mundo, las expectativas de unos ajustes competitivos de los tipos de cambio, y las modificaciones en cómo se contemplan riesgos asociados a una cierta clase de mercados. Se requiere así una supervisión global de las políticas económicas nacionales, con miras a asegurar la estabilidad y sostenibilidad de los tipos de cambio y las posiciones en materia de pagos exteriores.

---

<sup>20</sup> Uno de los casos mejor conocidos es la crisis de la deuda chilena de los primeros años del decenio de 1980, producida por lo que se conoce como el experimento del Cono Sur con la liberalización. Una parte muy grande de la deuda exterior de Chile durante los años inmediatamente anteriores y posteriores a 1980 estaba en manos de empresas y bancos privados y sin garantía pública. "Esas deudas privadas han sido incluidas en la reestructuración de la deuda que se está negociando entre el Estado chileno y el comité bancario asesor para Chile de bancos extranjeros. Aparentemente el gobierno chileno cedió ante la presión del comité asesor. Para que su punto de vista quedara totalmente claro, parece que los bancos extranjeros restringieron la concesión de créditos comerciales a muy corto plazo a Chile en el primer trimestre de 1983, una técnica de la que se decía que se había utilizado con algún éxito 10 años antes respecto del mismo país. El Fondo Monetario Internacional, también activo en la labor de reescalonomiento de la deuda, no ha formulado objeciones públicas a esa amenaza" (C. Díaz Alejandro, "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19, N° 1/2, septiembre-octubre de 1985, pág. 12).

<sup>21</sup> Del fallo del Tribunal de Apelación de Nueva York en el asunto costarricense de 1984.

Sin embargo, las crisis financieras no siempre se generan en el propio país. Como ya se dijo en el capítulo anterior, las crisis financieras internacionales suelen estar conectadas con grandes cambios en indicadores macroeconómicos ajenos a los países donde las crisis en cuanto tales se manifiestan primero. Esto es cierto de la crisis de la deuda del decenio de 1980 y de la crisis financiera de Asia. Los orígenes de la primera han de encontrarse en cambios en la política macroeconómica de los principales países de la OCDE en respuesta a presiones inflacionarias. La inconsistencia entre una política monetaria contractiva y una política fiscal expansiva en los Estados Unidos, combinada con la actitud deflacionaria general de la política macroeconómica de otros grandes países industriales, redundó en un pronunciado aumento de los tipos de interés en los Estados Unidos y en la apreciación del dólar, hechos ambos que desempeñaron un papel crucial en la crisis de la deuda de los países en desarrollo<sup>22</sup>. La crisis asiática se vio influida por factores similares. Las grandes entradas de capital antes de la crisis en los países del Asia oriental (que sobrefinanciaron sus déficit por cuenta corriente) empezaron en los primeros años noventa en buena parte como respuesta a una atenuación de las condiciones monetarias en los principales países de la OCDE, por una parte, y a unas tasas de interés altas y unos tipos de cambio relativamente estables en los países asiáticos, por la otra. Aquí también, como ya se indicó con anterioridad, el cambio de signo de esas corrientes estuvo muy relacionado con las fluctuaciones de los tipos de cambio y las condiciones monetarias en los Estados Unidos y el Japón. Varios otros ejemplos recientes de influencias externas en los movimientos de capital y los mercados monetarios vienen fácilmente a la mente, tales como las fluctuaciones de la financiación exterior privada de los países latinoamericanos, de las que un determinante sustancial han sido las modificaciones de las condiciones monetarias en los Estados Unidos. En realidad, las investigaciones econométricas señalan que los factores internos y externos eran de importancia parigual en el auge de las corrientes de capital a América Latina durante los primeros años del decenio de 1990<sup>23</sup>.

Los objetivos de la supervisión del FMI, tal como se exponen oficialmente, se limitan a las medidas cambiarias, centrándose primordialmente en la sostenibilidad de los tipos de cambio y las posiciones de los pagos externos y en la adecuación de la política económica correspondiente de cada país. No obstante, su alcance ha tendido a ampliarse con el tiempo. Por ejemplo, las pautas establecidas en 1977 en materia de supervisión hacían referencia explícita a la obligación de un miembro de no manipular los tipos de cambio o el sistema monetario internacional con miras a adquirir una ventaja competitiva desleal sobre otros miembros<sup>24</sup>. Aquí también, en el decenio de 1980 los principales miembros del Fondo volvieron a favorecer una interpretación más amplia y reconocieron que "para ser efectiva, la supervisión de los tipos de cambio ha de ocuparse de la evaluación de todas las medidas que afectan al comercio, los movimientos de capital, los ajustes externos y el funcionamiento adecuado del sistema monetario internacional"<sup>25</sup>.

No obstante, entre las modalidades de la supervisión del FMI no figura manera alguna de responder a los impulsos unidireccionales derivados de cambios en la política monetaria y cambiaria de los Estados Unidos y de unos pocos países de la OCDE que ejercen una fuerte influencia en la competitividad internacional y los movimientos de capital. Al no haber incentivos y procedimientos en vigor vinculados a un proceso de examen entre iguales bajo la supervisión del FMI, los países de otras partes de la economía mundial carecen de mecanismos en el sistema actual

---

<sup>22</sup> Véase el TDR 1986.

<sup>23</sup> G.A. Calvo, "The management of capital flows: Domestic policy and international cooperation", en UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. IV (UNCTAD/GID/G24/4), Nueva York, 1994.

<sup>24</sup> Decisión N° 5392-(77/63) de 29 de abril de 1977 del Directorio Ejecutivo.

<sup>25</sup> Grupo de los Diez, "The functioning of the international monetary system", informe elevado a los Ministros y Gobernadores por el Grupo de Suplentes (Washington, D.C., junio de 1985), párr. 40. Para un análisis más detenido, véanse J. Williamson y M. Gavin, "International monetary issues in 1985", e Y. Akyüz y S. Dell, "Issues in international monetary reform", ambos 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 y Ginebra, 1987.

de ordenación económica internacional para corregir o impugnar las soluciones que se arbitren en relación con esos impulsos. En este aspecto, la ordenación de la esfera de las finanzas mundiales va a la zaga de la del comercio internacional, donde esos mecanismos forman parte del régimen de la OMC<sup>26</sup>.

La necesidad de fortalecer la supervisión del FMI en respuesta a las condiciones producidas por la mayor integración financiera mundial y las crisis financieras recurrentes ha sido reconocida por el Comité Provisional. Por ejemplo, en su reunión de abril de 1998, el Comité acordó que el Fondo "debería intensificar su supervisión de los aspectos relacionados con el sector financiero y las corrientes de capital, prestando particular atención a la interdependencia de la política económica y a los riesgos de contagio, y asegurarse de que conoce bien las opiniones y perspectivas del mercado". Se hacía especial referencia a los riesgos suscitados por unos cambios de signo abruptos de las corrientes de capital y a la necesidad de que el Fondo y el Banco Mundial desplegasen esfuerzos para ayudar a los países miembros a robustecer sus sectores financieros, y de que hubiera una mejor comunicación entre el FMI y los países miembros, pidiendo al Directorio Ejecutivo que desarrollase una "respuesta por etapas" que entrañase unas advertencias cada vez más duras a los países de los que se pensara que seguían una política económica que estuviera seriamente fuera de lugar<sup>27</sup>.

No obstante, a pesar de la referencia a la interdependencia, no resulta evidente que tales propuestas se extiendan a las debilidades producidas por la falta de equilibrio de los procedimientos vigentes. La atención se sigue centrando en las repercusiones de las medidas nacionales que generan fragilidad financiera y crisis más bien que las influencias externas producidas por la política monetaria y cambiaria de los principales países industriales.

Asimismo, incluso con los actuales límites de supervisión, el FMI cuenta con un historial dispar de diagnosis de por qué se genera una fragilidad financiera y una vulnerabilidad exterior. Así, cabe hacerse varias preguntas sobre la dirección que deberían seguir unas pautas más concretas para la supervisión con arreglo al artículo IV, como continuación del comunicado del Comité provisional:

En el contexto de esa supervisión, ¿cabe confiar en que mejorará la capacidad para identificar las causas probables de tales crisis en un mundo de corrientes de capital cada vez más liberalizadas?<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> Durante períodos relativamente cortos el tipo de cambio efectivo real de un país puede variar en una cuantía que resulta grande en términos porcentuales en comparación con el nivel medio de sus derechos de aduana, y las modificaciones consiguientes, incluso aunque conduzcan a un alejamiento del nivel de equilibrio del tipo de cambio del país, pueden persistir algún tiempo. Así, las repercusiones económicas de los movimientos cambiarios pueden exceder sustancialmente de las modificaciones multilateralmente convenidas de los derechos arancelarios, aun cuando las elasticidades estimadas de las corrientes comerciales con respecto a los cambios arancelarios sean considerablemente superiores a aquellas respecto de las variaciones de los tipos de cambio; véase, por ejemplo, C. F. Bergsten y J. Williamson, "Exchange rates and trade policy", en W. Cline (ed.), *Trade Policy in the 1980s* (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1983).

<sup>27</sup> Comunicado de 16 de abril de 1998 del Comité Provisional.

<sup>28</sup> Últimamente se han hecho muchos análisis econométricos de los determinantes de las crisis monetarias y bancarias como parte del intento de desarrollar unos indicadores principales de las mismas. Si bien esa labor ha servido para aclarar las cuestiones que entraña establecer tales indicadores, el que luego pueda recurrirse a ellos para prever crisis financieras mediante una supervisión mundial parece improbable (como ciertamente lo es que sustituyan a los indicadores actuales cuantitativos y cualitativos, que resultan más ad hoc, usados por los supervisores de los bancos y los analistas financieros de los bancos de inversión). Los esfuerzos han producido hasta ahora indicadores que claramente hacen predicciones excesivas de posibles crisis bancarias. Para un breve análisis de estas cuestiones véase M. Goldstein, "Early warning indicators of currency and banking crises in emerging economies", en *Financial Crises and Asia*, Informe N° 6 de la Conferencia CEPR (Londres: Center for Economic Policy Research, 1998).

Al no haber tal capacidad, ¿no sería más prudente y lógico confiar en mayor medida en los controles de capital y otras medidas en el plano nacional dirigidas a los activos y pasivos exteriores (tales como los que se examinan en el apartado 5 infra)?

Si se adoptase esta última forma de proceder, ¿no deberían las nuevas pautas de supervisión del FMI especificar las circunstancias en las que el Fondo debería recomendar en la práctica la imposición o fortalecimiento de controles de capital?

¿Cómo debería ampliarse la supervisión del FMI para abarcar asuntos tales como la regulación financiera y las normas sobre información y contabilidad del sector financiero?

¿Cuáles deberían ser las relaciones entre la política de supervisión del FMI y los procedimientos de consulta y colaboración de los organismos regionales, que en lo futuro es probable incluyan no sólo los acuerdos existentes como los de la UE sino también otros nuevos entre países en desarrollo, verbigracia los que se describen en el apartado 7 infra?

Por último ¿cómo cabe lograr una aplicación más eficaz de las recomendaciones sobre política económica hechas como parte de la supervisión?

Son éstas claramente cuestiones delicadas que entrañan no sólo un marco apropiado y el desarrollo de competencias técnicas, sino también facultades y responsabilidades en esferas donde existen órganos multilaterales distintos del FMI.

## **2. Información y transparencia**

La crisis financiera asiática ha acelerado las iniciativas para mejorar la rapidez y calidad de los datos macroeconómicos clave, así como la información financiera de bancos y entidades no financieras. El primero de esos asuntos fue considerado por el Comité Provisional del FMI en abril de 1998 como un aspecto esencial de sus propuestas para fortalecer la arquitectura del sistema monetario internacional.

El elemento central de las propias iniciativas del FMI en esta esfera es el Patrón de Difusión de Datos Especiales (PDDE), establecido en abril de 1996 con el fin de orientar a los países miembros en la divulgación pública de información económica y financiera útil para buscar o mantener el acceso a los mercados financieros internacionales. Entonces se esperaba que las normas nuevas y más rígidas asociadas a ese patrón servirían como un sistema de alerta rápida que ayudaría a prevenir futuras crisis financieras. Sin embargo, llegado el momento, las normas no hicieron esa contribución en el caso de la crisis asiática.

Los países que suscriben el patrón citado se comprometen a cumplir ciertas normas sobre la difusión de datos en cuatro esferas: cobertura, periodicidad y calendario; acceso público; integridad de los datos; y calidad de los mismos. Los extremos que se incluyen son las cuentas nacionales, la producción, las condiciones del mercado de trabajo, los precios, los determinantes y rasgos principales del saldo fiscal de las administraciones públicas y la posición de la deuda, las cuentas del banco central y del sector financiero (que comprenden agregados monetarios y créditos), los tipos de interés y los precios de los valores, la balanza de pagos y las reservas internacionales, la inversión internacional, y los tipos de cambio al contado y a término. En abril de 1998, el Comité Provisional propuso que se ampliara el PDDE, claramente inspirado en parte por lo que se consideraba había sido el papel de las deficiencias informativas en la crisis asiática, a fin de que el sistema también abarcara más datos financieros tales como las reservas netas (después de descontar las obligaciones del banco central derivadas de transacciones a término o derivados), la deuda (especialmente a corto plazo) de los agentes económicos y otros indicadores relacionados con la estabilidad del sector financiero.

Mientras que iniciativas tales como el PDDE son capaces de brindar información adicional, más oportuna y fidedigna a inversores y gobernantes, hacer hincapié en una información inadecuada como el principal motivo de que no se previera la crisis asiática parece erróneo o exagerado. Por lo general, se disponía de datos sobre variables

clave en los países que se trata, tales como su balanza de pagos, su deuda exterior tanto a corto como a largo plazo y los activos exteriores netos (en particular en los informes periódicos del Banco de Pagos Internacionales [BPI] sobre los préstamos en el extranjero de los bancos), los créditos de bancos y otras entidades financieras a diferentes sectores o categorías de actividad económica, los problemas del sector inmobiliario y (en la República de Corea) los precarios balances y la baja rentabilidad reciente de muchas empresas no financieras. La crisis ha señalado la debilidad de la información disponible sobre la capacidad de los gobiernos para dirigir las corrientes de capital y la deuda exterior: por ejemplo, en algunos casos los sistemas de datos existentes proporcionaban indicaciones inadecuadas sobre la escala e índole del crédito de los bancos asiáticos a otros países de la región, y sobre el país de último riesgo en los préstamos internacionales interbancarios de esas entidades. Pero estas debilidades no fueron un motivo esencial de que no se previera la crisis. Más bien, lo que faltaba era una evaluación adecuada de las implicaciones de la información disponible sobre la capacidad de los países de seguir allegando fondos en los mercados financieros internacionales.

Asimismo, debería señalarse que un acceso más rápido a información macroeconómica y financiera puede constituir también una fuente de inestabilidad. La divulgación general de ciertos datos actualizados (incluidos algunos sobre acontecimientos desfavorables que afectan a los activos y pasivos exteriores de los países) puede en realidad acrecentar la volatilidad de las corrientes de capital. Si, en consecuencia, se decidiera restringir la disponibilidad de esa información con miras a evitar la inestabilidad, podría tener que tomarse una difícil y quizá ingrata decisión sobre a quién se comunicaría la información.

La crisis asiática también ha atraído una atención especial sobre las normas de contabilidad e información financiera. Ya se estaban introduciendo mejoras en esas esferas antes de la crisis dentro de la labor de perfeccionamiento de los mercados financieros, no sólo en Asia sino también en otras regiones. Pero la crisis ha hecho que cobre más fuerza el proceso, particularmente como parte del fortalecimiento de la regulación y supervisión bancarias, donde se integran una contabilidad e información adecuadas.

### **3. Regulación y supervisión financieras nacionales**

Una evaluación endeble del crédito y unos préstamos especulativos, así como el que no se controlase el riesgo monetario entre los bancos y otras entidades financieras, contribuyeron a que se desencadenara la crisis financiera asiática y también a su amplitud. El incremento de préstamos dudosos y fallidos, acompañado en algunos países de insolvencias generalizadas en el sector financiero, crearán grandes problemas a los presupuestos públicos y serán una rémora para disponer de crédito durante bastante tiempo en el futuro. Existe un acuerdo general de que la reforma de la regulación forma parte esencial del reforzamiento y reestructuración de los sectores financieros de casi todos los países afectados por la crisis. No obstante, esa reforma no es un salvoconducto para prevenir las crisis financieras, aunque puede reducir su probabilidad y ayudar a contener sus efectos.

En los últimos años ha habido una reforma y un fortalecimiento generales de la regulación financiera en el plano nacional, acompañados de una proliferación de iniciativas internacionales para elevar las normas reglamentarias y mejorar la cooperación entre los supervisores. Esos procesos se han visto en buena parte impulsados por las preocupaciones suscitadas en relación con la liberalización financiera y la integración mundial. Por una parte, la diversificación de sus servicios y la mayor competencia que acompañan a la liberalización han expuesto a las entidades financieras a nuevos niveles de riesgo, que han hecho necesario revisar no sólo la regulación financiera en general sino también los sistemas de control interno de las entidades. Por otra parte, la integración financiera global ha traído como secuela una exposición mucho mayor de los países a las condiciones macroeconómicas y financieras de los demás y aumentado las posibilidades de que se transmitan por encima de las fronteras influencias desestabilizadoras. Esos riesgos han sido puestos de manifiesto de forma dramática por varios acontecimientos desde comienzos del decenio de 1970. Por ejemplo, la insolvencia de dos bancos internacionales en 1974 (Bankhaus Herstatt y Franklin National Bank) señalaron los riesgos de una difusión transfronteriza de los problemas de las entidades financieras y proporcionaron el impulso inicial para unas iniciativas internacionales sobre regulación y supervisión financieras. Los esfuerzos ulteriores para fortalecer las normas y la cooperación internacional en ese

particular también han constituido en parte una respuesta, influida en su contenido por ellos, a acontecimientos tales como la crisis de la deuda de los países en desarrollo en el decenio de 1980 y las quiebras de entidades financieras tales como el Banco Ambrosiano (1982), el Bank of Credit and Commerce International (1991) y Barings (1995), cada uno de los cuales puso de relieve a su manera puntos flacos de la reglamentación bancaria y de la cooperación internacional entre supervisores bancarios.

Los cauces principales de las iniciativas internacionales sobre regulación y supervisión financieras han sido el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y demás órganos con estrechos vínculos con el BPI, otros grupos de supervisores financieros, asociaciones de mercados de valores, y organizaciones que se ocupan de normas contables. Entre las iniciativas del Comité de Basilea han figurado la adopción de principios encaminados a garantizar que ningún banco internacional escape a una supervisión adecuada y la prescripción de niveles de capital en proporción a los riesgos que asumen los bancos: en 1988 se suscribieron en este particular acuerdos sobre riesgos crediticios y en 1996 sobre riesgos de mercado<sup>29</sup>. El Comité de Basilea también ha dedicado mucha atención a la mejora de los sistemas de control interno de los bancos y, juntamente con la Organización Internacional de Comisiones de Valores, ha desarrollado pautas para que los bancos y las entidades que operan con valores divulguen sus actividades en transacciones y derivados. Asimismo, el Comité sobre Sistemas de Pagos y Liquidaciones ha hecho varias propuestas encaminadas a reducir los riesgos que corren las entidades financieras ante la posibilidad de que en las transacciones internacionales la otra parte contratante no pague.

Los miembros de los diversos organismos vinculados al BPI que se ocupan de diferentes aspectos de la supervisión bancaria son sólo un pequeño grupo de países. No obstante, se ha procurado promover las normas de Basilea mediante contactos con otros grupos de supervisores bancarios, y últimamente se ha prestado especial atención a la regulación y supervisión de los mercados financieros emergentes. Un resultado importante de esos esfuerzos es la publicación reciente de la declaración titulada Principios básicos para una supervisión bancaria efectiva, cuya redacción conllevó muchas consultas con partes de países en desarrollo. En el ámbito de esos principios figuran las actividades permisibles de los bancos, los criterios para autorizarlos, el estudio de las participaciones de los bancos cuando ejercen un control, la gestión del capital y los riesgos, las pautas para prestar a compañías y particulares con los que existan vínculos, procedimientos de "conozca a su cliente" encaminados a prevenir el uso delictivo de bancos, la información y los métodos requeridos para una supervisión efectiva, las facultades de los supervisores, y la supervisión consolidada de bancos internacionales. No obstante, la introducción de normas mejores en esta esfera lleva mucho tiempo y es poco probable que se dejen sentir en un plazo breve todas las ventajas de las iniciativas internacionales. Asimismo, el alcance de la cooperación internacional en materia de regulación y supervisión es incompleta, lo que restringe su eficacia: los centros financieros internacionales y varios agentes cada vez más importantes de las corrientes internacionales de capital tales como los fondos de inversión sólo están incluidos parcialmente o no lo están en absoluto. Y todavía se están desarrollando las redes de cooperación e intercambio de información entre supervisores financieros tan necesarias para la aplicación cabal de los acuerdos internacionales.

Una mayor regulación financiera sólo podrá en el mejor de los casos reducir la probabilidad de las crisis financieras. Pero la incidencia periódica desde comienzos del decenio de 1980 de las crisis bancarias en países industriales tales como los Estados Unidos, el Reino Unido y partes de Escandinavia pone de manifiesto su incapacidad para eliminarlas. Esta incapacidad se debe en parte a imperfecciones del propio proceso regulador, como su tendencia a quedarse a la zaga de los cambios en las prácticas de las entidades financieras y la dificultad de

---

<sup>29</sup> El riesgo crediticio se deriva de la posibilidad de que la contraparte de un banco incumpla sus obligaciones, y el riesgo de mercado es la posible pérdida debida a cambios en el valor de mercado de un activo de un banco antes de que pueda ser liquidado o compensado de algún modo.

imponer una transparencia en la regulación de esas entidades<sup>30</sup>. Quizá fuera más fundamental para saber qué puede y no puede hacer la regulación el que ningún préstamo u otro activo del balance de un banco se clasificara genéricamente como "bueno". Por razonable que sea la decisión primera de la dirección de facilitar un préstamo y por justificada que esté su clasificación inicial como un riesgo bajo por los supervisores bancarios, el préstamo será vulnerable a la posibilidad de un deterioro eventual de su situación. Cambios desfavorables en las condiciones macroeconómicas (de origen tanto exterior como nacional) constituyen un factor frecuentemente citado aquí. Parece lógico que el deterioro de la situación de muchos préstamos sea en realidad un rasgo intrínseco del proceso de auge y depresión a menudo asociado a las crisis financieras. Durante ese proceso los riesgos tardan tiempo en generarse y hacerse del todo patentes. A decir verdad, durante un tiempo la calidad de un préstamo podrá revalidarse o aun aumentar por los efectos sobre los valores del mismo auge financiero del que es una parte constituyente. Así, durante la ola de prosperidad, los incentivos para un comportamiento gregario no se limitan a los prestamistas especulativos. En consecuencia, "la competencia basada en el riesgo impulsa a todo el sistema hacia niveles excesivos de endeudamiento"<sup>31</sup>, pero el exceso de capacidad generado por el propio auge (muy patente durante la crisis de las sociedades de ahorro y crédito de los Estados Unidos examinada en el anexo al capítulo III), así como las posiciones demasiado extendidas de las entidades financieras, las acaban haciendo derrumbarse, a menudo en conjunción con alzas en los tipos de interés o contracciones de la actividad económica.

Los límites que tiene la reglamentación financiera para prevenir las crisis están generalmente reconocidos por los especialistas en este campo<sup>32</sup>, de suerte que se considera que sus objetivos primarios tienen más que ver con la reducción de los problemas de liquidez y solvencia de las entidades financieras, la protección de los depositantes y la prevención de los riesgos sistémicos debidos a los efectos de contagio. Con esto no se quiere negar que la beneficiosa relación entre reglamentación, incentivos y controles internos pueda acrecer la seguridad de las empresas financieras. Unos requisitos en materia de capital congruentes con los riesgos crediticios y de mercado asumidos por esas empresas mejorarán la calidad de sus préstamos y la gestión de sus carteras, y conducirán a unos mejores precios de los servicios que ofrecen. Pero como debería desprenderse con claridad del argumento anterior, algunos de los riesgos afrontados por las entidades financieras se derivan de circunstancias sobre las que tienen poco o ningún control. Frente a esos riesgos una regulación financiera robusta proporciona un sostén tanto a las empresas por separado como al sistema financiero. Así y todo, se ha demostrado reiteradamente que la protección que ello otorga es sólo parcial.

Si la ausencia de una protección completa frente a las crisis es un rasgo de incluso sectores financieros sujetos a regímenes de regulación y supervisión relativamente desarrollados, no sorprenderá que eso mismo ocurra a mayor abundamiento en aquellos sectores sujetos a regímenes más débiles en la gran mayoría de los países en desarrollo, cuya vulnerabilidad ha sido gráficamente ilustrada con algunos de los ejemplos examinados en el capítulo III supra. Asimismo, los sectores financieros de estos últimos países frecuentemente han de afrontar choques

---

<sup>30</sup> Por ejemplo, William McDonough, Presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, ha señalado este extremo como sigue: "... antaño se podía mirar el balance de una institución financiera y obtener una rápida impresión de las dimensiones y los riesgos crediticios. Hoy en día la información del balance es claramente inadecuada para tal fin ... el acelerado ritmo de actividad en el mercado actual deja anticuadas las declaraciones financieras casi antes de que puedan prepararse". Véase J.A. Leach, W.J. McDonough, D.W. Mullins y B. Quinn, "Global derivatives: Public sector responses", Estudio N° 44, (Washington, D.C.: Grupo de los Treinta, 1993), págs. 15 y 16.

<sup>31</sup> R. Dale, *The Regulation of International Banking* (Cambridge: Woodhead-Faulkner, 1984), pág. 83. El argumento del autor se refiere a las crisis de los préstamos bancarios internacionales pero puede fácilmente ampliarse a las crisis financieras en general.

<sup>32</sup> Véase, por ejemplo, M. Goldstein, "The case for an international banking standard", en *Policy Analyses in International Economics*, N° 47 (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1997), pág. 33.

macroeconómicos más severos que sus homólogos de los países industriales<sup>33</sup>. La severidad y la frecuencia de esos choques no siempre podrán reducirse por la política macroeconómica. Es muy cierto que cabe mejorar la regulación y supervisión financieras hasta que alcancen el nivel de las mejores prácticas vigentes (aunque, como ya se sugirió, tal cosa generalmente llevará varios años), pero incluso entonces las crisis financieras seguirán siendo posibles.

#### **4. Controles más estrictos de los préstamos internacionales y las inversiones en cartera**

Cabría aducir que en una economía mundial que funcionase bien no se necesitarían normas o restricciones separadas para los préstamos internacionales y las inversiones en cartera más allá de las asociadas a una regulación cautelar en el plano nacional de las entidades financieras, tanto de los países de donde proceden las corrientes de capital como de los países receptores, y a la reglamentación de los procedimientos de emisión y transacción de los mercados de valores organizados y de otros mercados de activos e instrumentos financieros. En ese mundo los flujos internacionales de capital estarían muy relacionados con los pagos y la financiación del comercio y la inversión internacionales, y obedecerían a los indicadores económicos fundamentales de las empresas y de otros receptores. Pero la realidad es distinta. Buena parte de los préstamos bancarios y de la inversión en cartera en valores de la deuda a corto plazo se hace en respuesta a los márgenes de arbitraje en los tipos de interés, que reflejan las exigencias de la política monetaria y pueden persistir durante largos períodos (eliminándose frecuentemente cuando se acaban haciendo grandes devaluaciones), o a diferencias entre países en el tratamiento fiscal o la reglamentación del endeudamiento exterior. Asimismo, gran parte de la inversión internacional en cartera responde menos a las perspectivas económicas a largo plazo de las empresas que a las expectativas de plusvalías y minusvalías a corto plazo, de las que uno de los principales determinantes es en muchos casos el flujo y reflujo de la propia inversión internacional en cartera, ya que los efectos en los precios de los valores reflejarán la disparidad entre la limitada capitalización de muchos mercados bursátiles y la cuantía tan grande de los fondos a disposición de las instituciones de inversión de los grandes países industriales. Las conexiones frecuentemente tenues entre las fuerzas que influyen en los préstamos internacionales y la inversión en cartera, por una parte, y los indicadores fundamentales de economías y empresas, por la otra, han conducido a auges y depresiones en esa financiación que presentan muchas analogías con las fluctuaciones parecidas del crédito bancario en el plano nacional descritas al hablar de la regulación financiera interior.

Los riesgos de pérdidas en ese sistema no se distribuyen por igual. Si bien durante las crisis financieras los inversores exteriores en los mercados de valores pueden incurrir en grandes pérdidas, los bancos están muchas veces protegidos contra ellas en sus préstamos internacionales de formas diversas, por ejemplo mediante una protección frente a la insolvencia, explícita o implícita, proporcionada por los gobiernos de los países deudores a sus bancos nacionales (con frecuencia grandes receptores de fondos prestados desde el extranjero)<sup>34</sup>, o en algunos casos mediante garantías otorgadas abiertamente por los gobiernos a los depósitos extranjeros en sus bancos, y (como se señaló en el capítulo III) mediante las operaciones de ayuda del FMI.

Cabe imponer controles a los préstamos internacionales y a la inversión en cartera en la fuente, o por el receptor, o en ambos lugares. Los controles por el receptor corresponden al apartado de aquellos sobre las transacciones de capital y se han examinado antes. La razón de ser de las propuestas para unos controles en la fuente

---

<sup>33</sup> Véase M. Goldstein y P. Turner, "Banking crises in emerging economies: Origins and policy options", Estudio Económico N° 46 del BPI (Basilea, BPI, 1996), págs. 9 a 14.

<sup>34</sup> El carácter de esas garantías ha sido bien descrita en un libro reciente sobre la crisis financiera asiática como sigue: "En toda economía, las autoridades públicas respaldan la viabilidad de su sistema financiero nacional ... Esto no puede interpretarse como una distorsión del mercado; se trata de un rasgo de la economía capitalista, de la que los mercados de activos financieros constituyen un aspecto indispensable. Tales mercados, sin embargo, no pueden liberalizarse de la misma manera que cabría hacer con un mercado de bienes ... Esto crea al menos una garantía implícita, por no decir explícita, de que las autoridades monetarias amparan las obligaciones con el extranjero de, como mínimo, la parte oficialmente supervisada de su sistema financiero". M. F. Montes, *The Currency Crisis in Southeast Asia*, edición sin fecha (Singapur: Institute of Southeast Asian Studies, 1998), pág. 26.

es la creencia de que no toda la responsabilidad de esos controles ni sus costos deberían recaer en los receptores, y que incluso cuando éstos apliquen controles, los establecidos en la fuente son capaces de reducir más la probabilidad de unas corrientes de capital potencialmente desestabilizadoras y de crisis financieras. En los últimos años se han avanzado muchas ideas para controlar las corrientes de capital en la fuente, constituyendo inicialmente varias de ellas, relativas a los préstamos bancarios internacionales, una respuesta a la crisis de la deuda de los países en desarrollo del decenio de 1980<sup>35</sup>. Las propuestas encaminadas a frenar unos excesivos préstamos bancarios internacionales suelen consistir en mecanismos para limitar el endeudamiento externo que no cabría esperar que surgieran en unos mercados financieros competitivos, tales como acuerdos de tipo cártel entre bancos para imponer topes crediticios o la aceptación por los prestamistas de pautas sobre el nivel sostenible de endeudamiento establecido por una institución multilateral. No ha de extrañar que la crisis financiera asiática haya sido un estímulo a nuevas propuestas, y se haya otorgado mayor atención a las corrientes de carteras, que no fueron prominentes en la crisis de la deuda del decenio de 1980. La conclusión general del análisis de las propuestas que sigue es que las ideas más ambiciosas presentan unos rasgos que constituyen un obstáculo para su adopción, mientras que la contribución de aquellas mejoras que parecen más probablemente estar dentro de lo posible no es tanta como para remover la necesidad de los controles de capital impuestos por los países receptores.

Una propuesta, que tendría como subproducto un mejor control de los préstamos internacionales, es la de reforzar radicalmente la supervisión existente de las entidades financieras mediante el establecimiento de un órgano internacional – la Junta de Supervisores de Grandes Instituciones y Mercados Internacionales - con amplias facultades para vigilar y regular los bancos comerciales, las sociedades de valores y las compañías de seguros (actividades ahora englobadas en algunos casos en conglomerados financieros). Con tal fin, ese órgano tendría "facultades para sentar normas mutuamente aceptables por todas las principales instituciones, con pautas uniformes sobre las transacciones, la información y la comunicación en los mercados crediticios libres, y para supervisar el desempeño de las instituciones y mercados bajo su jurisdicción"<sup>36</sup>. Con esta propuesta se abordarían los problemas derivados de las apreciables diferencias que siguen caracterizando a los regímenes nacionales de regulación financiera. Esas diferencias, como ya se señaló, constituyen una de las causas de las corrientes de capital en forma de préstamos bancarios internacionales que muchas veces guardan escasa relación con la actividad económica real. Pero a pesar de que las recientes iniciativas internacionales sobre regulación y supervisión financieras han permitido avanzar hacia objetivos tales como unas normas más estrictas y una mayor convergencia entre regímenes nacionales, la propuesta parece utópica.

Otra propuesta, que se centra más en los préstamos bancarios internacionales, sugiere establecer una Corporación Internacional de Seguro del Crédito (CISC) "como institución hermana del FMI"<sup>37</sup>. Este órgano garantizaría los préstamos internacionales cobrando primas pequeñas pero establecería un tope a la cuantía del endeudamiento de cada país que estaría dispuesto a asegurar. El tope se basaría en la evaluación de datos sobre todas sus deudas, que el país estaría obligado a facilitar a la Corporación. En consecuencia, los países podrían obtener crédito a unos tipos de interés bajos hasta el tope, pero a partir de éste los prestamistas serían mucho más cautelosos y sólo se facilitaría dinero a tipos de interés que incorporarían una prima sustancial por el riesgo (o no se facilitaría). La posibilidad de una excesiva expansión crediticia ser vería así reducida, como también la de las crisis financieras que podrían producirse en consecuencia.

Esta propuesta obliga a preguntarse sobre su viabilidad, la calidad de la clasificación de los créditos y las facultades que se otorgarían a tal institución. La viabilidad no parece constituir un problema insuperable: trataríase

---

<sup>35</sup> Para un estudio de las propuestas generadas por esas crisis véase D.F. Lomax, *The Developing Country Debt Crisis* (Londres: Macmillan, 1986), págs. 255 a 280.

<sup>36</sup> H. Kaufman, "Ten reasons to reform", *Euromoney*, noviembre de 1992, pág. 57. Kaufman ha vuelto a formular esta propuesta a raíz de la crisis asiática, por ejemplo en las notas de su discurso en la Reunión ministerial extraordinaria del Grupo de los 24 celebrada en Caracas en febrero de 1998.

<sup>37</sup> G. Soros, "Avoiding a breakdown", *Financial Times*, 31 de diciembre de 1997 y 1º de enero de 1998.

de una aplicación más generalizada de modalidades bien establecidas de seguro del crédito. Entre esas modalidades figura el establecimiento de criterios de riesgo, decisiones sobre la solvencia de los deudores en cada caso concreto medida por esos criterios con el fin de calcular las primas del seguro, y la administración de los servicios correspondientes. Esas tareas ya se llevan a cabo por los organismos de crédito a la exportación (OCE) de los países de la OCDE. La principal novedad en el caso de que se estableciera una CISC sería conferir a un único órgano la responsabilidad sobre los criterios de riesgo y los indicadores de solvencia para los préstamos cubiertos por el seguro que ofrecería<sup>38</sup>. La administración podría en realidad hacerse por instituciones ya existentes como los OCE. Con todo, cabe preguntarse si una CISC podría desarrollar unos indicadores generalmente aceptables, habida cuenta de lo que se sabe actualmente en esta esfera. El historial de los organismos de clasificación del crédito, por ejemplo, en la evaluación de la solvencia de deudores de países en desarrollo, muestra las dificultades que entraña la evaluación requerida, aunque una CISC no tendría que depender, como sucede a veces a esos organismos, sobre todo de información publicada<sup>39</sup>. La vigilancia del FMI, por otra parte, que supone una evaluación similar en algunos aspectos a la efectuada para la clasificación crediticia, no sólo se ha caracterizado en ocasiones por fallas a la hora de identificar los puntos flacos que podrían redundar en crisis financieras, sino también ilustra la sensibilidad política asociada a la divulgación de las evaluaciones de un órgano multilateral oficial con el consiguiente efecto sobre la solvencia de los países (incluso cuando, como en este caso, la divulgación está vinculada menos directamente al acceso a préstamos de lo que ocurriría con la propuesta de una CISC). No obstante, cabría esperar que una información más cabal sobre los deudores condujera con el tiempo a la posibilidad de evaluar mejor la solvencia de los países<sup>40</sup>. Sobre la última pregunta que se hacía antes acerca de las facultades que tendría una CISC, las perspectivas de un acuerdo internacional que confiera esas facultades a un órgano internacional existente o a otro nuevo parecen sin embargo remotas.

En el debate sobre cómo ejercer un control más idóneo de los préstamos bancarios internacionales la atención se ha centrado en los flujos interbancarios. Hay acuerdo general acerca de que una mayor supervisión de tales flujos podría contribuir a que los participantes en los mercados financieros decidieran mejor y hubiera una gestión más adecuada del sistema financiero internacional<sup>41</sup>. Pero también se piensa que los préstamos interbancarios suelen ir asociados a una evaluación crediticia más endeble y a niveles de capital en los bancos que no reflejan adecuadamente el riesgo crediticio en que incurrir. Esto ha conducido a Alan Greenspan, por ejemplo, a sugerir que los préstamos interbancarios internacionales son una esfera que requiere cambios en la regulación con miras a aumentar el costo

---

<sup>38</sup> El Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones, filial del Banco Mundial, asegura contra ciertos riesgos (tales como los riesgos de transferencia) que acompañan a la inversión extranjera y algunas otras transacciones internacionales, como préstamos vinculados a inversiones aseguradas. Existe alguna duplicación entre sus actividades aseguradoras y las de los organismos nacionales de crédito a la exportación, pero los riesgos cubiertos por estos últimos relacionados con los préstamos internacionales suelen ser generalmente más amplios y, por ende, más adecuados para que sirviesen de modelo a una CISC.

<sup>39</sup> Véase, por ejemplo, S. Irvine, "Rating agencies: Caught with their pants down", *Euromoney*, enero de 1998.

<sup>40</sup> Hay que señalar, sin embargo, que los efectos de contagio de la índole registrada en las crisis recientes de los mercados financieros emergentes, que desde el punto de vista del seguro guardan alguna analogía con los desastres naturales, complicarían la tarea de fijar las primas que cobraría la CISC. La mayoría de los OCE de los países de la OCDE experimentaron una larga serie de déficit de caja en sus operaciones después de la crisis de los países en desarrollo del decenio de 1980.

<sup>41</sup> M. Mayer ha sugerido que "la comunidad internacional necesita algún tipo de registro que atrajese la atención sobre unos incrementos continuos del endeudamiento a corto plazo de todo banco o de todo sistema bancario nacional con entidades financieras". Para casi todas las empresas que participan de manera apreciable en los mercados financieros internacionales esa información existe en el plano nacional (aunque en un mercado como el de las transacciones interbancarias, que opera de manera continua, elegir en qué momento han de hacerse públicas las posiciones interbancarias puede no ser fácil). Véase M. Mayer, "The Asian disease. Plausible diagnoses, possible remedies", Documento de trabajo N° 232 del Jerome Levy Economics Institute (Annandale-on-Hudson, Nueva York, abril de 1998), págs. 31 y 32.

para los bancos de esos préstamos y reflejar así mejor sus riesgos<sup>42</sup>. Avanzar en esa dirección supondría invertir las tendencias de larga data a reducir los costos de los préstamos bancarios internacionales<sup>43</sup>. Un punto de partida posible para tomar medidas en ese particular sería el Acuerdo sobre Capital de Basilea de 1988, a cuyo tenor los créditos concedidos por bancos domiciliados fuera de la zona de la OCDE con un vencimiento residual de hasta un año y todos los créditos de bancos registrados en la zona de la OCDE reciben un coeficiente de riesgo bajo (20%) a los efectos de calcular los requisitos de capital. Sin embargo, los créditos a corto plazo de los bancos internacionales han sido uno de los componentes principales de las recientes crisis de la deuda exterior. Así, una forma de lograr un control más estricto de los créditos interbancarios internacionales sería incrementar el coeficiente de riesgo de los mismos al fijar el capital requerido.

Tal paso conduciría a una mejor contabilidad interna por los bancos de los riesgos de esa clase de préstamos internacionales, pero sería no obstante un método tosco de abordar los problemas causados a los bancos por los créditos interbancarios a países con una solvencia deteriorada. Un modo de actuar más flexible podría basarse en los procedimientos existentes en cada país en concreto para vigilar los riesgos de los créditos exteriores de los bancos como parte de la supervisión bancaria. Esos procedimientos frecuentemente confieren a los supervisores facultades para determinar el nivel de reservas apropiado a los riesgos externos de los bancos, y podrían fácilmente utilizarse para aplicar un tratamiento más riguroso a los créditos interbancarios otorgados a países de mayor riesgo (aunque, una vez más, la eficacia de la medida dependería de la calidad de los sistemas de supervisión en lo que atañe a la calificación crediticia).

Como ya se ha señalado, las propuestas para controlar los movimientos de capital suscitadas por la crisis asiática han abarcado también formas distintas de los préstamos bancarios. Una de esas propuestas quiere incrementar la estabilidad de las inversiones de los fondos mutuos en valores emitidos por entidades de los países en desarrollo, requiriendo para ello que los fondos mantengan reservas líquidas que supongan cierta proporción de tales valores<sup>44</sup>. Cabría entonces recurrir a esas reservas en el caso de grandes descensos del valor de mercado y disminuirían así los incentivos a vender a precio de saldo esos valores con el fin de obtener la liquidez necesaria para hacer frente a los rescates. También, se expresa la esperanza de que aunque tales requisitos en materia de reservas reducirían los rendimientos especulativos de las inversiones de los fondos mutuos en los mercados financieros emergentes, la reducción resultante del riesgo de mercado incrementaría sin embargo su atractivo para inversores a largo plazo.

El requisito legal de que los fondos mutuos mantuvieran reservas líquidas de esa índole supondría una ruptura radical con la práctica reguladora actual. Asimismo, otro rasgo de esa propuesta, al introducir variaciones en los requisitos de liquidez con arreglo a la solvencia de los países donde los fondos mutuos efectuaran sus

---

<sup>42</sup> Sugerencia hecha en un editorial del Financial Times, 11 de mayo de 1998.

<sup>43</sup> Estas tendencias han sido especialmente evidentes en las operaciones en euromoneda de los bancos. Tradicionalmente, esas operaciones se definían como aquellas en monedas distintas de la del país donde esté domiciliado el banco participante (inicialmente sobre todo dólares de los Estados Unidos pero posteriormente también las monedas de otros de los principales países de la OCDE). Sin embargo, con el establecimiento de servicios bancarios internacionales en los Estados Unidos y el Japón la definición se ha ampliado a transacciones específicas de los bancos en sus monedas nacionales, principalmente con no residentes o en relación con actividades internacionales, sujetas a un régimen regulador similar al de las operaciones tradicionales en euromoneda. Tales regímenes se caracterizan en general por una regulación menor que las de la banca nacional (aunque la desregulación reciente ha hecho reducir esas divergencias) y a menudo se han beneficiado de ventajas fiscales.

<sup>44</sup> Véase S. Griffith-Jones, "Regulatory challenges for source countries of surges in capital flows", en J.J. Teunissen (ed.), *The Policy Challenges of Global Financial Integration* (La Haya: Fondad, 1998). Tal como se dice allí, la propuesta se caracteriza por emplear la expresión más bien desafortunada de "gravamen cautelar sobre el capital" para las reservas líquidas que se exigirían a los fondos mutuos, instituciones cuyo pasivo consiste en el capital de los partícipes.

inversiones (haciendo que los requisitos estuviesen "ponderados por el riesgo" en palabras del autor), obligaría a introducir procedimientos de supervisión de esos fondos análogos a los de los bancos (y por la misma regla de tres un sistema convenido de calificación de la solvencia, tarea ésta que entraña problemas ya mencionados).

No obstante, a pesar de los problemas que plantea, la propuesta representa un intento de enfrentarse con una fuente de volatilidad potencial de una categoría cada vez más importante de corrientes financieras a los mercados emergentes. En cuanto tal, puede servir para estimular el debate sobre otras posibles medidas con ese fin. Otro modo de proceder, por ejemplo, podría consistir en elevar las comisiones de reembolso que caracterizan a algunos fondos mutuos<sup>45</sup>. Esas comisiones pueden variar con el período que se mantengan las inversiones y cabría por tanto esperar que actuaran como un desincentivo para los inversores que buscan una rentabilidad a corto plazo. Si ese proceder se considerara apropiado, podría buscarse la manera de generalizar las comisiones de reembolso de los fondos mutuos que invierten en mercados emergentes. Tiene la ventaja de que se basaría en una práctica que ya existe en el mercado. No obstante, requeriría acuerdos entre los países donde están principalmente domiciliados tales fondos con el fin de prevenir una huida de los mismos a jurisdicciones que no impongan comisiones de reembolso, y un acuerdo de esa índole no sería fácil de conseguir.

## **5. Controles de capital y otras medidas para la gestión de activos y pasivos exteriores**

La gestión de los activos y pasivos exteriores de un país está vinculada a muchos otros aspectos de la política económica, tales como unos buenos indicadores macroeconómicos fundamentales, una reglamentación y supervisión financieras efectivas e incluso un buen desempeño empresarial. No obstante, la experiencia muestra que se trata de condiciones necesarias pero no suficientes para evitar las crisis financieras. Indica también que en esa esfera ejercen un papel esencial las medidas que se refieren en concreto a los activos y pasivos exteriores, fundamentalmente los controles de capital pero también otras disposiciones destinadas a influir en el endeudamiento, los préstamos y la tenencia de activos.

Los controles de las corrientes de capital se aplican tanto como parte de la gestión macroeconómica como para el logro de objetivos de la política económica a largo plazo relacionados con el desarrollo y la autonomía nacionales. Los controles impuestos por razones macroeconómicas suelen guardar conexión con otras medidas monetarias y fiscales, siendo su función reforzar tales disposiciones o sustituirlas cuando se considera probable que los demás instrumentos de la política económica resulten ineficaces u ocasionen grandes movimientos indeseables de variables clave, tales como los tipos de interés y de cambio. Los controles sobre estos últimos se proponen lograr que el capital de los residentes en un país se invierta localmente o que ciertas clases de actividades económicas se reserven parcial o totalmente para residentes.

Las transacciones que pueden ser objeto de controles de capital son muchas y desde algunos puntos de vista eluden toda clasificación sencilla. Esto se aplica, por ejemplo, cuando se intenta distinguir entre transacciones a plazo corto y largo: ciertos activos o instrumentos están claramente asociados principal o exclusivamente con transacciones a corto, pero otros sirven igualmente para el plazo corto u otro más largo siempre que exista un mercado secundario líquido de los mismos<sup>46</sup>. Tampoco, las distinciones legales y administrativas que figuran en los regímenes nacionales sobre controles de capital se corresponden necesariamente con la clasificación conceptual usada por los economistas (por ejemplo, en lo que atañe a la inversión directa en contraposición con aquella en cartera). En una lista nada exhaustiva de los activos que intervienen en las transacciones de capital pueden figurar inversiones directas,

---

<sup>45</sup> Esta idea se expuso en A. Cornford y J. Kregel, "Globalizations, capital flows and international regulation", Documento de trabajo N° 161 del Jerome Levy Economics Institute (Annandale-on-Hudson, Nueva York, mayo de 1996), pág. 29. Para más detalles sobre las comisiones de reembolso de los fondos mutuos, véase J.C. Bogle, Bogle on Mutual Funds (Burr Ridge, Illinois: Irwin, 1994), págs. 193 y 194.

<sup>46</sup> La situación se complica aún mas con los derivados. Innovaciones recientes han hecho posible cada vez más las carteras e instrumentos financieros "sintéticos" con unos flujos efectivos a lo largo del tiempo que aventajan a los activos más tradicionales. En consecuencia, si un gobierno desea dirigirse a ciertos activos tradicionales para controlar los movimientos de capital, quizá tenga que ampliar el alcance de su acción para incluir las carteras o instrumentos "sintéticos".

préstamos a largo y corto plazo, adquisición por extranjeros de bienes raíces, valores y deuda emitidos nacional e internacionalmente (variando los títulos de la deuda en su vencimiento desde instrumentos del mercado monetario a pagarés y bonos a más largo plazo), títulos en inversiones colectivas (tales como participaciones en fondos mutuos), depósitos en bancos y otras entidades financieras, garantías y otros servicios de respaldo financiero, contratos de seguros de vida, activos diversos asociados con movimientos de capital de índole personal (tales como donaciones, dotes y herencias), fondos bloqueados propiedad de no residentes, e instrumentos derivados.

Por causa de las características institucionales y reglamentarias de los sistemas financieros y de sus efectos sobre los incentivos, los controles impuestos a las entradas de capital o al pasivo en el extranjero pueden también influir en la salida de capital y en los activos en el exterior, y viceversa. Tales influencias pueden advertirse, por ejemplo, en los controles a la inversión en cartera o a aquella directa, donde las normas sobre repatriación del capital claramente afectan a los incentivos de las entradas de fondos. Del mismo modo, las disposiciones que se apliquen a las carteras de empresas extranjeras en cuestiones tales como la libertad para hacer transacciones que entrañen entradas y salidas de fondos del país influirán en la predisposición a establecer una presencia comercial mediante inversiones directas. Por lo general, las normas relativas a las transacciones transfronterizas de capital de las entidades financieras de un país, así como el que puedan ajustar en diferentes monedas sus activos y pasivos, afectarán a su inclinación a depender de tales entradas y a sus esfuerzos por atraerlas.

En vista de las estrechas conexiones entre controles de capital, por un lado, y ciertos otros instrumentos de la política económica, por el otro, la clasificación de las medidas bajo uno u otro apartado resultará algo arbitraria. Por ejemplo, los requisitos de reservas especiales en el caso del pasivo de los bancos relacionado con no residentes (una medida a la que se hacen frecuentes referencias en el análisis que sigue) pueden clasificarse razonablemente tanto como un instrumento de la política monetaria o como un control del capital. Asimismo, como tales requisitos afectan a la calidad de los balances de las entidades financieras, pueden igualmente clasificarse (y a menudo se clasifican) como una medida "cautelar". También cabe hacer clasificaciones alternativas similares respecto de las restricciones a los activos o pasivos netos de los bancos en moneda extranjera.

Tradicionalmente, los controles de capital se centran mayormente en las transacciones internacionales de residentes y no residentes. No obstante, por causa de la desregulación y de la evolución de las técnicas bancarias que permiten ofrecer servicios cada vez más diversificados, los residentes ahora disponen casi siempre de cuentas y transacciones expresadas en divisas, lo que afecta a las condiciones macroeconómicas, particularmente a los tipos de cambio, del mismo modo que las transacciones financieras transfronterizas.

Se cuenta con muchas medidas diferentes para controlar los movimientos de capital, algunas con una gran incidencia y otras encaminadas a transacciones más estrechamente definidas. Los controles de las entradas de IED y de inversiones en cartera (no siempre claramente distinguidas en las reglamentaciones, como ya se dijo antes) pueden revestir la forma de autorizaciones, topes a la participación de capital extranjero en las empresas nacionales, anuencia oficial para la emisión internacional de valores, diferencias en las regulaciones que se aplican a las empresas nacionales y extranjeras en materia de establecimiento y desempeño, y diversos tipos de diferenciación del mercado en dos segmentos. Por ejemplo, con arreglo a esto último las inversiones en valores de un país por no residentes pueden limitarse a los adquiridos a otros no residentes, y las transferencias de la moneda del país para tales transacciones limitarse a las derivadas de la compraventa de esos valores por no residentes (una medida destinada a reducir la probabilidad de que las caídas de los precios de los valores vayan acompañadas de depreciaciones de la moneda o de una disminución de las reservas).

Cabe también imponer algunos de esos controles a las entradas de capital asociadas con títulos de la deuda, ya se trate de bonos o de otros instrumentos. Tales entradas pueden ser así objeto de gravámenes especiales o limitarse a transacciones efectuadas mediante un mercado de dos segmentos. Cabe aplicar topes (quizás tan bajos como cero) a la tenencia por no residentes de deuda emitida por empresas o por el gobierno, o exigir una autorización

para la compra de esas emisiones por extranjeros. Además, los no residentes pueden quedar excluidos de las licitaciones de bonos y efectos públicos.

Diversos otros controles se usan comúnmente para restringir el endeudamiento en el exterior de los bancos: los requisitos de reservas especiales en el caso de obligaciones con no residentes ya mencionados (para aumentar los costos y reducir la rentabilidad asociada al empréstito de las entradas de capital); la prohibición de que los bancos paguen intereses en los depósitos de no residentes o incluso la implantación de tipos de interés negativo ("comisiones") en tales depósitos; la tributación del endeudamiento exterior para eliminar el margen de arbitraje entre los tipos de interés nacionales y extranjeros<sup>47</sup>; y la imposición a las empresas tanto financieras como no financieras de depósitos en efectivo en la banca central en cuantía proporcional al endeudamiento exterior (una medida adoptada por primera vez por Alemania en 1972 con el nombre de "Bardepot").

Los controles de la salida de fondos de un país para inversiones directas y en cartera pueden aplicarse tanto a residentes como no residentes. Las restricciones a estos últimos pueden dirigirse a la repatriación del capital, por ejemplo en forma de períodos obligatorios antes de que se permita esa repatriación o mediante disposiciones que establecen una repatriación por fases con arreglo a la disponibilidad de divisas o a la necesidad de mantener un mercado ordenado de la moneda del país. Los residentes pueden ver restringidas sus tenencias de valores extranjeros, bien directamente o mediante limitaciones de las carteras autorizadas de los fondos de inversión del país. También cabe usar tipos de cambio duales para restringir las inversiones en el extranjero de residentes, requiriendo que las transacciones de capital se hagan por medio de un mercado donde se aplique un tipo menos favorable que en el caso de las transacciones corrientes. Algunas de esas técnicas también se usan para las adquisiciones de títulos de la deuda emitidos en el extranjero y para otras formas de préstamos en el exterior. En el caso de depósitos bancarios de residentes en otros países, pueden estar restringidos por ley.

Como ya se mencionó, la cuestión del control de la "dolarización", en particular de los depósitos bancarios de residentes en moneda extranjera, así como de los préstamos bancarios a residentes en divisas, también corresponde al capítulo de los controles de capital. Tales préstamos y depósitos pueden incrementar los desajustes monetarios, que constituyen una fuente potencial de inestabilidad financiera, y precipitar y facilitar grandes alteraciones entre las monedas durante las crisis financieras, ejerciendo una presión sobre el tipo de cambio y redundando en insolvencias generalizadas de los deudores.

La crisis asiática ha atraído la atención sobre algunos extremos que merecen una mención aparte al hablar de las medidas para gestionar activos y pasivos externos. Durante esa crisis la atención se centró en la huida hacia monedas extranjeras que acompañó a las depreciaciones, pero era imposible distinguir entre la fuga de capitales que se debía a la especulación y aquella ocasionada por intentos tardíos de cubrir los riesgos cambiarios. No obstante, tal como se estudió en el capítulo III, hay poca duda de que los desajustes entre las denominaciones monetarias de los activos y pasivos de empresas no financieras y financieras influyeron mucho, y se vieron propiciados tanto por la facilidad de endeudarse en divisas como, en algunos casos, por la apertura por residentes de depósitos bancarios expresados en moneda extranjera<sup>48</sup>. En tanto en cuanto esos pasivos se correspondan con activos (préstamos incluidos) denominados en las mismas monedas, la incertidumbre cambiaria se traslada a los deudores, cuyas contingencias podrán cubrirse con ingresos de exportación pero que frecuentemente se traducen en un riesgo crediticio. En la medida en que el pasivo no esté monetariamente equilibrado, los riesgos resultantes recaerán

---

<sup>47</sup> Este gravamen a veces se designa como un "impuesto de compensación de intereses". Los Estados Unidos lo aplicaron por primera vez con ese nombre a los préstamos extranjeros, inicialmente en 1964 a valores foráneos con un vencimiento de más de tres años, extendiéndolo después, en 1965, a los préstamos bancarios.

<sup>48</sup> En los países del Asia oriental más afectados por las crisis pueden abrirse cuentas en moneda extranjera, en casi todos los casos con sólo contadas restricciones. Pero en la mayoría de los países de la OCDE esa disponibilidad es un hecho relativamente reciente asociado a la liberalización más general de las transacciones de capital. En fecha tan tardía como 1985, esas cuentas todavía no estaban siempre autorizadas.

directamente sobre los bancos. La existencia de esos activos y pasivos, cuando está suficientemente difundida, puede así suponer una amenaza para el sistema financiero.

Parte de la solución a ese problema podría encontrarse en una aplicación estricta de las normas cautelares sobre la equiparación de las denominaciones monetarias del activo y pasivo de las entidades financieras y en medidas para aumentar el costo del endeudamiento en el extranjero mediante la imposición de gravámenes, requisitos de reservas especiales o depósitos en efectivo en el banco central. Pero como ya se ha sugerido, también cabe aplicar restricciones más rígidas a la propia "dolarización". Estas restricciones pueden consistir en limitar los préstamos bancarios y los depósitos en divisas. Podrían establecerse unas reservas obligatorias que no reporten interés sobre las cuentas bancarias en moneda extranjera, reduciendo o eliminando así el interés que perciben y disminuyendo su atractivo.

La crisis asiática ha mostrado también de manera patente los riesgos que entraña el que no se aplique una separación adecuada entre las actividades nacionales e internacionales de los bancos de un país. Varios países asiáticos han establecido centros bancarios internacionales, cuyas actividades están sujetas a una menor reglamentación y gozan de ciertos privilegios fiscales, con la finalidad, entre otras cosas, de facilitar la participación de los bancos en el negocio bancario regional o mundial. Uno de esos centros es el Servicio Bancario Internacional de Bangkok, establecido por Tailandia en 1992. Como ya se indicó en el capítulo III, las entidades de ese servicio sirvieron cada vez más de cauce para el arbitraje de tipos de interés entre los mercados financieros nacional e internacional, usándose buena parte de la financiación obtenida con ese arbitraje para financiar la especulación en valores bursátiles y bienes raíces.

Existe un contraste entre esta utilización relativamente no controlada de la financiación internacional en Tailandia y el funcionamiento del centro bancario internacional de Singapur establecido en 1968<sup>49</sup>. Las actividades bancarias internacionales se realizan en Singapur por medio de las llamadas ACU (Asian Currency Units o unidades que operan con monedas asiáticas), que forman parte integrante de los bancos autorizados. A decir verdad, excepto en lo que respecta a la segregación de sus actividades con fines contables, fiscales y reglamentarios, una ACU no tiene personalidad distinta de la del banco en que está ubicada. El marco legal de esas unidades se propone facilitar su participación en el negocio bancario regional, sin perjuicio de restringir el uso del dólar de Singapur como moneda internacional y controlar las actividades bancarias internas de las ACU. Estas pueden aceptar depósitos en dólares de Singapur sólo a partir de una cierta cantidad y únicamente de no residentes y de otros bancos y entidades financieras, y los préstamos a las empresas nacionales en dólares de Singapur están también sujetos a un tope. Desde 1983, las ACU han tenido que recabar la aprobación oficial para conceder créditos a no residentes superiores a 5 millones de dólares de Singapur o a residentes para su utilización fuera del país, un requisito que obsta la venta al descubierto del dólar de Singapur en el mercado monetario y el empleo por no residentes de esos créditos para inversiones en cartera y en bienes raíces.

El éxito de esas medidas en el mantenimiento del carácter internacional de las ACU de Singapur puede ilustrarse con datos sobre sus activos y pasivos: el 63% de su pasivo en 1996 procedía de fuentes de fuera del país, y el 42% de su activo consistía en préstamos a bancos extranjeros. En cambio, hay estimaciones de que tanto como el 95% del dinero allegado por las entidades del Servicio Bancario Internacional de Bangkok se prestaba dentro del país. El ejemplo de las primeras muestra tanto la viabilidad de una medida de aislamiento de las actividades bancarias internacionales respecto del mercado interior como sus beneficios en lo que atañe a la contribución a la estabilidad financiera.

El uso de controles de capital ha sido un rasgo constante de los últimos decenios. En los primeros años de la posguerra y por razones macroeconómicas, se impusieron generalmente controles de capital a las salidas de fondos como parte de la política encaminada a afrontar las dificultades de balanza de pagos y evitar o reducir la cuantía de

---

<sup>49</sup> Sobre los orígenes de la banca internacional en Singapur, véase M. Ishihara y H.C. Kim, "Financial system of Singapore", en R.C. Effros (ed.), *Emerging Financial Centres* (Washington, D.C.: FMI, 1982). Para los acontecimientos más recientes, el análisis del texto se basa en un documento inédito de M.F. Montes y T.K. Giap.

las devaluaciones. Asimismo, los países tanto desarrollados como en desarrollo recurrieron mucho a controlar las entradas de capital por los motivos estructurales o de desarrollo a más largo plazo mencionados antes. Con el retorno a movimientos más libres de capital a partir de la década de 1960, las grandes entradas de fondos plantearon problemas en varias ocasiones a los gobiernos de ciertos países industriales como Alemania, los Países Bajos y Suiza, que respondieron con controles diversos, tales como los ya examinados en las adquisiciones por no residentes de valores de la deuda emitidos nacionalmente y en los depósitos bancarios de no residentes. Más recientemente, varios países en desarrollo que han experimentado análogos problemas macroeconómicos como consecuencia de grandes entradas de capital han recurrido a controles de capital como parte de su respuesta<sup>50</sup>.

En Malasia, el recurso inicial a la esterilización sirvió para fomentar la diferencia entre los tipos de interés internos y externos, provocando un gran incremento de las entradas de capital a corto plazo. En enero de 1994 el Gobierno respondió imponiendo los siguientes controles de capital (removidos gradualmente a partir de 1995): los bancos quedaron sometidos a un tope de su pasivo externo no relacionado con el comercio o la inversión; se prohibió a los residentes que vendieran instrumentos monetarios a corto plazo a no residentes; se exigió a los bancos comerciales que depositaran en el banco central sin percibir intereses las cuentas en ringgit de bancos extranjeros; y también se aplicaron restricciones a los bancos comerciales en las transacciones directamente a término y en las permutas financieras que podían hacer con extranjeros<sup>51</sup>.

En Chile, también, el recurso a la esterilización en los primeros años del decenio de 1990 en respuesta a las crecientes entradas de capital provocó un aumento de los tipos de interés y una aceleración de las entradas. En consecuencia, el Gobierno adoptó varias medidas para frenar las entradas a corto plazo e incluso alentar ciertas categorías de salidas, como el requisito de establecer una reserva no remunerada del 20% (aumentado después al 30%) del endeudamiento en el extranjero que se tenía que depositar en el banco central durante un año

En Colombia, la esterilización acabó abandonándose como respuesta a las entradas de capital en los años noventa, y en su lugar se establecieron unas reservas obligatorias en el caso de los préstamos (distintos de los créditos a corto plazo relacionados con el comercio) con vencimientos de hasta cinco años, que tendrían que mantenerse durante toda la duración del préstamo pero cuya magnitud estaba en función decreciente de su vencimiento.

En el Brasil, las medidas de esterilización adoptadas para hacer frente a las mayores entradas de capital después de que el país hiciera una reforma monetaria a mediados de 1994 se completaron con un incremento del impuesto pagado por las empresas brasileñas sobre los bonos emitidos en el exterior, la imposición de un gravamen a las inversiones extranjeras en el mercado de valores, y una subida del impuesto por las compras en el extranjero de los fondos de inversión nacionales de renta fija.

En la República Checa, un gran incremento de las entradas de capital en 1994-1995 condujo inicialmente a una política de esterilización, pero tal cosa fue seguida de la imposición de un gravamen del 0,25% a las

---

<sup>50</sup> El análisis que sigue de los controles de capital en algunos países en desarrollo se basa mucho en un documento inédito de C.M. Reinhart y R.T. Smith, "Temporary capital controls", agosto de 1997 (mimeografiado); y en V.G. Le Fort y C.L. Budnevich, "Capital-account regulations and macroeconomic policy: Two Latin American experiences", en UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. VII (publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.97.II.D.5), Nueva York y Ginebra, 1997.

<sup>51</sup> Una transacción directa en divisas es un acuerdo entre dos partes de cambiar monedas al cabo de un plazo de más de dos días, mientras una permuta financiera en divisas tiene dos tramos separados, uno que consiste en la venta o compra de una moneda extranjera y el otro que es una recompra o reventa de la moneda en fecha ulterior (deshaciendo así el primer tramo).

transacciones en divisas con los bancos, así como de límites al endeudamiento a corto plazo en el extranjero de bancos y otras empresas, que requerían además autorización oficial.

La evaluación de esos controles sugiere que en casi todos los casos resultaron eficaces en mayor o menor grado: las entradas disminuyeron apreciablemente en porcentaje del PIB después de su imposición excepto en el Brasil y Colombia, volviéndose las entradas a corto plazo totalmente negativas durante un tiempo en Chile y Malasia; y en Chile y Colombia hubo una disminución del corto plazo en la composición de las entradas.

Este recurso reciente a controles de capital, a veces durante períodos considerables de tiempo, ha tenido lugar en un contexto marcado por iniciativas internacionales encaminadas a restringir la libertad de los países para tomar esas medidas. Un objetivo principal de tales iniciativas es el único régimen global que se aplica a tales movimientos, es decir, el del FMI<sup>52</sup>. El primer propósito de ese régimen con respecto a tales movimientos era promover el comercio y la actividad económica mundiales mediante la eliminación de restricciones a las transacciones corrientes. La libertad de los movimientos de capital no era un principio del Convenio Constitutivo original del FMI. En realidad, a tenor de la sección 3 del artículo VI, se otorga explícitamente a los miembros el derecho a regular los movimientos internacionales de capital en tanto en cuanto los controles no restrinjan también las transacciones corrientes, y en virtud de la sección 1 a) del artículo VI la Cuenta de Recursos Generales no se usará para financiar unas salidas cuantiosas o sostenidas de capital<sup>53</sup>.

No obstante, la atenuación gradual de las limitaciones iniciales sobre la participación del FMI en la liberalización de las transacciones de capital ha sido evidente en varias decisiones y otros cambios registrados desde los últimos años del decenio de 1970. En la versión modificada del Convenio Constitutivo que entró en vigor en 1978, en el artículo IV se declara que un fin esencial del sistema monetario internacional es establecer un marco que facilite el intercambio de capital entre los países. En abril de 1995, la lista de acontecimientos que pueden hacer que se celebren conversaciones entre el Fondo y un país miembro bajo la vigilancia por el FMI de las políticas cambiarias se amplió para incluir "unas corrientes insostenibles de capital privado"<sup>54</sup>. En diciembre de 1997 se aprobó el establecimiento del Servicio de Reservas Suplementarias que permite otorgar asistencia financiera a un país que experimente dificultades de balanza de pagos debidas a una pérdida repentina y perturbadora de la confianza del mercado que se refleje en presiones sobre su cuenta de capital y reservas. Por último, en virtud de una iniciativa actual aprobada por el Comité Provisional el Convenio del Fondo se modificará para incluir la liberalización de los movimientos de capital entre los fines de la organización y ampliar oficialmente su jurisdicción a esos movimientos<sup>55</sup>.

Si se aprueba esa enmienda, podrá tener unos efectos que se dejen sentir en otras normas internacionalmente convenidas. Por ejemplo, en virtud de los acuerdos de la OMC sobre el comercio de bienes y servicios, cuando un país recurra a restricciones para salvaguardar su balanza de pagos, esas restricciones han de ser congruentes con sus obligaciones a tenor del Convenio Constitutivo del FMI, e incumbe al Fondo evaluar la justificación de las restricciones con arreglo a la situación de la balanza de pagos y las reservas del país. La extensión propuesta de la jurisdicción oficial del Fondo a las transacciones de capital podría así hacer que se redujera la actual autonomía de

---

<sup>52</sup> Los países desarrollados también están sujetos a obligaciones en este particular en virtud del Código de Liberalización de los movimientos de capital de la OCDE y (para los miembros de la UE) a tenor de la Directiva de 1988 del Consejo de la CEE sobre los movimientos de capital y el Tratado de Maastrich. Algunos países en desarrollo han asumidos tales obligaciones como parte de tratados de amistad, comercio y navegación o acuerdos regionales tales como el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC).

<sup>53</sup> Esta restricción no se aplica necesariamente a los servicios financieros especiales del FMI, que usan recursos prestados.

<sup>54</sup> Decisión N° 10950-(95/37), de 10 de abril de 1995, del Directorio Ejecutivo del FMI, por la que se modifica la Decisión N° 5392-[77/63] de 29 de abril de 1977.

<sup>55</sup> En el conjunto de medidas de ayuda financiera presentado por el FMI al Gobierno de la República de Corea figuraban condiciones sobre la liberalización de las transacciones de capital.

los países sobre el control de las transacciones de capital en conformidad con el régimen de la OMC<sup>56</sup>. Pero las recientes crisis financieras y el frecuente recurso por los países a controles para contener los efectos y las oscilaciones de las corrientes de capital son un argumento para seguir otorgando a los gobiernos esa autonomía. El análisis que se hace en este capítulo no pretende sugerir que se haya encontrado ya la forma de eliminar en el plano mundial la transmisión por encima de las fronteras de los choques financieros asociados a la mayor integración financiera mundial u otras presiones relacionadas con aquellos movimientos de capital que son capaces de desencadenar crisis financieras. Esos puntos flacos del arsenal existente de medidas de política económica suscitan serias cuestiones sobre la idoneidad de los pasos actuales para promover la liberalización de los movimientos de capital como un objetivo internacional. En realidad, en un futuro previsible, lo que parece necesitarse es flexibilidad más bien que restricciones u obligaciones adicionales.

## **6. La política cambiaria**

La contribución de unos tipos de cambio estables (con su acompañamiento de un excesivo endeudamiento exterior a corto plazo y un mayor riesgo monetario) a la generación de fragilidad financiera en el Asia oriental y el papel de los movimientos consiguientes de los tipos de cambio en el desencadenamiento de la crisis y su difusión por toda la región han hecho plantearse preguntas sobre la conexión entre los regímenes cambiarios y las crisis financieras. La conclusión del análisis que sigue es que ningún régimen proporcionará probablemente una protección total contra esas crisis. No obstante, unos tipos de cambio bien dirigidos, en combinación con controles de las transacciones de capital, pueden hacer mucho para prevenir grandes oscilaciones de las corrientes de capital, haciendo así una aportación importante a la estabilidad macroeconómica.

Tal como se describe en el recuadro 2, cuando estalló la crisis las economías del Asia oriental más seriamente afectadas, con la excepción de Hong Kong, China, tenían unos regímenes cambiarios en los que el banco central intervenía para estabilizar el tipo al contado con arreglo a unas pautas que todos conocían, mientras Hong Kong, China, contaba con un sistema de junta monetaria. Durante 1990-1996 muchos países del Asia oriental y meridional recibieron grandes entradas de capital. Cuando ocurre tal cosa, las autoridades monetarias pueden o bien dejar que la moneda se aprecie o bien intervenir para prevenir una apreciación, y casi todos los receptores del Asia oriental optaron por lo segundo.

Se ha suscitado la cuestión de si unos tipos de cambio que flotasen libremente habrían sido preferibles a unos tipos dirigidos como los que estaban en vigor en varios países del Asia oriental y meridional antes de la crisis. Unos tipos flotantes habrían probablemente conducido en los primeros años noventa a apreciaciones muy pronunciadas en comparación con los niveles realmente observados, lo que casi con toda certeza habría provocado duras resistencias políticas por sus efectos sobre las exportaciones. Si unos tipos de cambio que flotasen libremente hubiesen producido mayor inestabilidad en los tipos relativos, podrían haber desalentado las corrientes de arbitraje pero también habrían acabado amenazando al sistema de tipos de cambio relativamente estables en que se basaba el desarrollo económico de la región, con el riesgo de que surgieran tensiones en las relaciones comerciales.

En el otro extremo se ha sugerido que cabría evitar crisis como la asiática si se establecieran sistemas de juntas monetarias que suponen unos tipos de cambio rígidamente vinculados a una moneda ancla. En esos sistemas se asume el compromiso inequívoco de la autoridad monetaria de ofrecer o rescatar pasivo monetario a un tipo fijo. Asimismo, sólo en esas condiciones se intercambia el pasivo. Dos sistemas particularmente bien conocidos de este tipo son los de la Argentina y Hong Kong, China, pero varios otros países, incluidas algunas economías en

---

<sup>56</sup> Para un examen más detenido véase A. Cornford y J. Brandon, "The WTO agreement on financial services: Problems of financial globalization in practice", sección E, en UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. X (de próxima publicación).

transición, también los tienen. En su forma más depurada, las juntas monetarias no pueden otorgar crédito al gobierno, al sistema bancario o a otros prestatarios y los tipos de interés vienen determinados por el mercado, estando rígidamente vinculada la base monetaria a las reservas en divisas del país. Esas condiciones no se aplican estrictamente en tanto en cuanto la junta monetaria disponga de reservas externas superiores a la base monetaria del país (lo que ha ocurrido recientemente, por ejemplo, en Hong Kong, China) o cuando el ordenamiento jurídico permita que algunas de las reservas que respaldan la base monetaria se tengan en otras formas que no sean moneda exterior (como en la Argentina).

Entre los beneficios que atribuyen sus defensores a las juntas monetarias figuran la credibilidad que confiere ese régimen a la autoridad monetaria y la eliminación de los problemas de gestión de la deuda exterior derivados de desajustes entre la denominación monetaria de las deudas y la de los ingresos generados por las actividades que financian. No obstante, tal como muestra la experiencia reciente, tales regímenes no aíslan a las economías de la inestabilidad de origen externo, ya que las repercusiones de las entradas y salidas de capital se transmiten, por conducto de sus efectos sobre la base monetaria, a diversas actividades económicas y a los precios de bienes y activos. Asimismo, si no hay un prestamista de última instancia, la contracción de los depósitos que suele seguir a la salida de capital en ese sistema puede amenazar la estabilidad bancaria<sup>57</sup>. Un sistema de junta monetaria cumplirá un cometido importante en ciertas circunstancias, tales como las de frenar una hiperinflación. Pero la consiguiente reducción de la autonomía de la política económica significa que esos sistemas seguirán siendo aceptables y apropiados sólo para una pequeña minoría de países.

No hay así motivos para condenar los regímenes cambiarios dirigidos basándose en la experiencia reciente (aunque su restablecimiento es imposible en los países de Asia oriental y meridional si éstos no vuelven a gozar de condiciones más ordenadas en sus mercados monetarios). Las alternativas de unos tipos de cambio flotantes o rígidamente fijos también pueden imponer costos que superen a los beneficios. No obstante, la experiencia reciente ha mostrado asimismo que los regímenes cambiarios dirigidos son vulnerables a grandes acumulaciones de deuda bancaria exterior a corto plazo y de otras inversiones exteriores potencialmente volátiles. A veces, introducir mayor flexibilidad ampliando la banda de intervención podría ayudar a que se eliminasen las apuestas en una sola dirección y se desalentaran las corrientes de arbitraje. Pero es probable que tales regímenes sólo sean sostenibles si van acompañados de una gestión activa del pasivo exterior, lo que puede obligar a menudo a recurrir a controles de capital.

## **7. La colaboración y las consultas regionales**

En los acuerdos económicos regionales suelen figurar modalidades de colaboración y consulta mutua en una amplia gama de asuntos de política económica. Esas modalidades frecuentemente apuntan a la prevención de crisis financieras en los países miembros que pueden tener desfavorables efectos transfronterizos y perjudicar así el logro de los objetivos de los acuerdos correspondientes.

En la Unión Europea (UE) se cuenta con un conjunto completo de procedimientos de esa índole, con el objetivo de asegurar que el funcionamiento del mercado común no se vea afectado de manera adversa por acontecimientos macroeconómicos o financieros en los Estados miembros. El Tratado de Roma por el que se estableció la Comunidad Económica Europea (Tercera parte – Título II, capítulos 1 a 3) abarcaba la cooperación y las consultas entre los miembros sobre medidas monetarias y otras coyunturales, así como sobre la balanza de pagos. El artículo 107, por ejemplo, instaba a los miembros a que considerasen su política en materia de tipos de cambio como una cuestión de interés común<sup>58</sup>. Asimismo, las consultas y la supervisión han formado parte de los

---

<sup>57</sup> Con el objetivo de evitar otra fuerte reducción de liquidez como la experimentada por la salida de capital a raíz de la crisis mexicana de 1995, la Argentina ha establecido una línea de crédito en bancos internacionales privados para su uso en el caso de que se reanuden tales salidas.

<sup>58</sup> Estos artículos fueron modificados por el Tratado de Maastrich que estableció la Unión Económica y Monetaria.

procedimientos de la UE a la hora de facilitar a los miembros respaldo financiero para intervenir en los mercados monetarios y para ayudarlos a resolver dificultades de balanza de pagos.

La colaboración y las consultas en el plano regional también han sido propuestas en otras partes con el fin de ayudar a prevenir las crisis financieras, pretendiendo en buena parte esas iniciativas evitar efectos de contagio. Algunas de las ideas expuestas en ese contexto entrañan una supervisión mutua encaminada a asegurar que se aplica adecuadamente la política de estabilidad económica y financiera diseñada por el FMI. Pero una política concreta no forma parte integrante de la colaboración y las consultas regionales en pro de la estabilidad financiera. Una iniciativa aplicada en la ANASO, por ejemplo, consiste en un mecanismo para supervisar la situación y la política económicas de los miembros con arreglo a pautas mutuamente convenidas a tal fin.

La convicción de los miembros de la ANASO de que tienen que cooperar para prevenir las crisis financieras ya se hizo patente en el período anterior al que se fraguó la crisis. Por ejemplo, en una reunión celebrada en marzo de 1997 los ministros de finanzas de la ANASO reconocieron que podía establecerse con esa finalidad un mecanismo de supervisión. Dos meses después, la presión sobre el baht tailandés impulsó una intervención coordinada de varios bancos centrales asiáticos en apoyo de la moneda. Sin embargo, no hubo ninguna intervención de esa índole cuando el abandono general de los regímenes de tipos de cambio dirigidos en julio de 1997, un hecho que sugiere que los gobiernos decidieron que habría resultado demasiado costoso intentar defender los tipos de cambio en esa etapa.

No obstante, las consultas dentro de la ANASO sobre una supervisión mutua prosiguieron y en una reunión de diciembre de 1997 los ministros de finanzas de la Asociación recomendaron que se aplicara la propuesta de establecer un mecanismo de vigilancia regional, que posteriormente ha venido a conocerse como el Mecanismo de Supervisión de la ANASO. La función de ese instrumento sería ayudar a los gobiernos de la ANASO a prevenir futuras crisis financieras, entre otras cosas sirviendo de sistema de alerta rápida que permitiese a los países individualmente o por separado emprender acciones correctivas y proteger los intereses de la región durante el proceso de integración financiera global mediante el examen de las cuestiones financieras y monetarias suscitadas en los foros internacionales. Esa iniciativa responde a una necesidad muy sentida en los miembros de la ANASO, pero también podría acabar haciendo que se extendiera tal cooperación a otros países asiáticos. Si en lo futuro la ANASO y posiblemente otros países del Asia oriental y meridional decidieran prestarse un apoyo financiero exterior mutuo mediante acuerdos más explícitos que los aplicados en mayo de 1997 en defensa del baht (en cierto modo de manera similar a algunos de los instrumentos de la UE mencionados antes), sería posible prever un vínculo entre esas disposiciones y cualquier mecanismo de vigilancia que esté entonces en vigor.