

ALEJANDRO VANOLI*

CRISIS FINANCIERAS EN AMÉRICA LATINA Y NECESIDAD DE REFORMA DE LA ARQUITECTURA DEL SISTEMA FINANCIERO GLOBAL

INTRODUCCIÓN

En el ámbito de la globalización financiera internacional, las reiteradas crisis (sólo en los noventa, México, Asia, Rusia, Brasil, Argentina, por citar las principales) son la regla y no la excepción.

Sin dejar de lado la responsabilidad doméstica en las mismas –que en el caso particular de Argentina incluyó irresponsabilidades paradigmáticas de naturaleza institucional y política que derivaron en un secular descontrol externo, fiscal y monetario– crece el debate acerca de la naturaleza de las recurrentes crisis y su contagio internacional.

Se podría hacer una analogía del sistema financiero global con una autopista: si choca un automóvil, uno tenderá a pensar que la culpa es del conductor. Lo mismo puede pensarse en caso de choques ocasionales. Pero con frecuentes choques en cadena, uno puede razonablemente pensar que se trata de un problema sistémico de la autopista y que se necesita mejorar las regulaciones de tráfico, señalización, asfalto, etcétera.

Entonces, y más allá de la obviedad de solicitar programas sustentables a los países afectados, lo que se debe encarar sin demoras son

* Profesor de Economía Internacional, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, Argentina.

reformas sistémicas globales que prevengan las crisis. Esto implica no sólo actuar desde el lado de la demanda (“deudores irresponsables”), sino también desde la oferta (responsabilidad de los países centrales). Actuar de un solo lado de la ecuación impide solucionar las causas mediatas y profundas de las crisis. El tango se baila de a dos.

Una lectura objetiva de las crisis es que los mercados de capitales tienen graves imperfecciones, y que generan con frecuencia procesos de sobreendeudamiento, cortoplacismo, asimetría de información, conflictos de intereses, además de problemas institucionales, que no son capturados por los modelos de competencia que sostiene la moderna teoría de las finanzas. Recordemos la cruda descripción que Soros realiza de cómo los grandes inversores especulativos desestabilizan los mercados. El equilibrio estable es una casualidad en el mundo real y no la condición natural e intrínseca de los mercados.

La importancia y recurrencia de las crisis globales y su impacto sobre las economías latinoamericanas lleva ahora a analizar cuestiones que hacen a la necesidad de rediseño de la arquitectura del sistema financiero internacional, cuestión que ha sido retomada por la iniciativa misma de los principales centros de poder: Grupo de los 7 (G7), organismos internacionales, bancos, inversores globales. Veremos la naturaleza de las crisis financieras de los años noventa y los principales temas de esa agenda y el grado de avance.

NATURALEZA DE LAS CRISIS FINANCIERAS DE LOS AÑOS NOVENTA

Uno de los argumentos más poderosos para sostener que las causas y efectos fundamentales de las crisis de la última década son de naturaleza sistémica (y no sólo por la implementación de malas políticas internas) o que están íntimamente relacionados con la globalización financiera es la persistencia, frecuencia y alcance geográfico de los mismos. En este caso nos estamos refiriendo a la crisis en términos holísticos; estamos hablando del alcance del incendio, mas allá de dónde y cuándo comenzó y desde dónde se extendió el primer foco.

Analicemos en primer lugar la recurrencia. Las crisis en mercados emergentes (recordemos que ya en 1992 el poderoso Sistema Monetario Europeo atravesó por su propia turbulencia) están presentes desde 1994 prácticamente en todo el período hasta la actualidad, comenzando con la crisis con epicentro en México (1994-1995), Sudeste de Asia (1997), Este de Asia (1997), Rusia (1998), Brasil (1998-1999), Turquía (2000-2001) y Argentina (2001).

Con respecto a la extensión temporal, así como vimos que las crisis ocurren con menor intervalo de tiempo, son de mayor duración. El “Tequila” duró entre cuatro y seis meses; la crisis de Asia, alrededor de nueve meses; la de Rusia que se encadenó con la de Brasil, cerca

de dos años; y la de Argentina, todavía no lo sabemos al tiempo de escribir estas páginas.

En cuanto a la globalidad de las crisis, cada una de ellas generó mayor contagio; la de México afectó a nueve economías en los seis meses posteriores al inicio, la de Asia a diez, la crisis de Rusia afectó a trece naciones. En cada crisis se sucedió una contracción de los movimientos de capital hacia países emergentes, cada vez mayor, generando una suerte de *crescendo* en la aversión al riesgo de los inversores institucionales y la llamada “fuga hacia la calidad” de sus carteras. Nótese que en el caso de Rusia también se vieron directamente afectadas instituciones financieras importantes de Alemania y Estados Unidos. Esto, como veremos, llevó a las autoridades públicas de esos países a plantear la necesidad de una mayor regulación del mercado internacional de capitales, en lo que se dio en llamar una “nueva arquitectura financiera internacional”.

Las crisis suelen medirse a través de la duración y grado de la corrida cambiaria y de las presiones en el mercado de capitales, de sus efectos sobre el derrumbe de los valores bursátiles y de la suba en los diferenciales de interés de los bonos del país afectado con respecto a un título semejante del Tesoro de los EE.UU. Este diferencial de interés, que se produce con la caída del valor de mercado de los bonos de los países afectados, es lo que se mide como “riesgo-país”.

No obstante, resulta necesario elaborar indicadores que abarquen los distintos factores externos e internos, ponderados por su importancia, más allá de estudiarlos de manera aislada, para poder entender las razones por las cuales se producen las crisis, y más importante aún, poder prevenirlas o atenuar sus efectos. De esto se tratan en esencia, adelantémoslo, las reformas más recientes en regulaciones de organismos internacionales (FMI, Banco de Basilea) y en los debates sobre la nueva arquitectura financiera.

Es más sencillo entender los motivos por los cuales las crisis afectan en mayor medida a unas economías que a otras cuando se ven las variables en forma conjunta y no de manera aislada. En general, puede observarse que los *shocks* globales (como factor exógeno) o las inconsistentes políticas macroeconómicas, como fuertes desequilibrios de balance de pagos y/o fiscales unidos a una apreciación exagerada del tipo de cambio, son los que causan o “gatillan” las crisis.

Hay varios indicadores relevantes para advertir el peligro de crisis y su evolución. Citemos algunos sobre el sector externo y otros sobre los desequilibrios internos. Entre los primeros se debe tener en cuenta la capacidad de pago del país con respecto a sus obligaciones externas. Para medir esta variable, el coeficiente más utilizado en las calificaciones internacionales es el que relaciona la deuda externa total con las exportaciones (D/X); también se aprecia en la relación entre

el nivel de reservas con las obligaciones de pagos de corto plazo y la necesidad de importaciones. No basta sólo con estudiar la magnitud de la apreciación cambiaria, sino que se debe observar la evolución de la productividad de la economía y la composición del déficit de cuenta corriente (tanto del balance comercial como de los pagos de intereses y utilidades, que en la metodología actual de balance de pagos se agrupan como “rentas del capital”).

Para evaluar los desequilibrios internos se debe monitorear principalmente la relación entre ingresos y gastos públicos y la evolución de los indicadores monetarios básicos (oferta monetaria, tasas de interés, depósitos y créditos).

Pero hemos visto que las crisis afectan no sólo a los países donde estallan, sino que también se “contagian” a otros. Para analizar los factores de contagio deben examinarse no sólo las paridades cambiarias, los términos de intercambio (relación de precios de exportación e importación) y la demanda externa de los productos exportables por el país, sino también el efecto de la variación de las tasas de interés internacionales y la prima de riesgo del país en cuestión, así como la adecuación del nivel de sus reservas internacionales. Debe analizarse también la dinámica de la deuda externa, no sólo su magnitud, sino también el plazo promedio de los vencimientos, la composición por moneda, por tipo de deuda (no es lo mismo si corresponde a bonos que se transan en el mercado que a deuda con organismos internacionales), el nivel y variabilidad del interés acordado, la importancia de no residentes como tenedores de los títulos de deuda, etcétera.

Conviene subrayar que si bien el contagio no es aleatorio y depende de factores regionales y de variables internas en cuanto al grado e intensidad, cuando las crisis alcanzan al centro del sistema (países desarrollados), como ocurrió en particular en el caso de Rusia, resulta muy difícil a los países más pequeños aislarse de sus efectos.

FUNDAMENTOS DE LA NECESIDAD DE REGULACIÓN

En esta sección trataremos cuáles son los elementos básicos que corresponden a la arquitectura del sistema financiero internacional, cuáles son las iniciativas tendientes a su reforma, los alcances y limitaciones de las transformaciones para prevenir las crisis financieras –que veremos estrechamente vinculados con los intereses y visión de los países centrales– y algunas reflexiones sobre las perspectivas que se abren a los países subdesarrollados, y a la Argentina en particular, en el actual contexto global y ante la perspectiva de algunas potenciales transformaciones sistémicas.

Se ha generado una amplia propuesta, originada en un acuerdo entre EE.UU. y Alemania sobre la necesidad de tomar urgentes y profundas medidas a raíz de las repercusiones de la crisis rusa en sus sis-

temas financieros, que se formalizó en la reunión del G7 en octubre de 1998. Allí se acordó lanzar un programa de reformas. Para su análisis y debate se creó entonces el Financial Stability Forum (FSF, Foro para la Estabilidad Financiera).

Según sus estatutos, tiene por objetivo evaluar los factores de vulnerabilidad que afectan al sistema financiero internacional, identificar y supervisar acciones tendientes a solucionar esos factores y mejorar la información y la coordinación de los diversos organismos de regulación de los mercados de capital. Para ello viene preparando y organizando reuniones, donde las iniciativas de reformas se discuten entre representantes de los siete grandes, del FMI, el Banco Mundial, el Banco de Basilea, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE), el IOSCO (organismo que reúne a los reguladores nacionales de las bolsas y otros mercados de valores) y el IAIS (regulador global de los mercados de seguros). Ya veremos más en detalle las funciones de los organismos.

Destaquemos que en la misma declaración del G7 que creó el FSF se reclamaba, entre otras cosas, revisar “las consecuencias de las operaciones de las organizaciones financieras internacionales fuertemente apalancadas (es decir, con fácil acceso a fuertes créditos bancarios que multiplicaban la capacidad de acción de su capital propio), incluidos los fondos de cobertura (*hedge funds*) y los conglomerados financieros” y además “fomentar el cumplimiento de las normas acordadas a nivel internacional por parte de los centros extraterritoriales (plazas *off shore*)” (Kokotsi, 2006).

De lo expuesto anteriormente sobre las recientes y frecuentes crisis financieras y de balance de pagos de mercados emergentes (y de Rusia), sus causas, sus efectos transfronterizos y las amenazas sistémicas que planteaban, surge claramente la necesidad de introducir reformas a las reglas que rigen la globalización financiera desarrollada en las últimas décadas. En efecto, la vasta desregulación financiera, los cambios en las instituciones, las masas de dinero que circulan en el mundo y las nuevas tecnologías han generado un mundo con marcada volatilidad de tipos de cambio, tasas de interés y corrientes de capital asociados a crisis financieras periódicas de alcance global. Este es, como se vio, un mundo muy diferente al imaginado por los arquitectos del acuerdo de Bretton Woods, y que se vincula con las dos décadas “doradas” de crecimiento y estabilidad que sucedieron a la Segunda Gran Guerra.

Existe abundante evidencia empírica acerca de que la libre movilidad de capitales y la desregulación financiera están fuertemente correlacionadas con la vulnerabilidad global. Esta entraña un balance dudoso en términos de riesgos y beneficios, tanto para las tendencias de crecimiento económico y del comercio mundial de largo plazo como para los altibajos cíclicos.

El mundo de la globalización financiera contemporánea –es decir, un mundo con libre movilidad de capitales– requiere, además de un proceso de fortalecimiento de la regulación, mejorar los aspectos de supervisión financiera, tanto a nivel global como nacional, particularmente en los países más débiles. No se trata de desregular rápidamente para hacer botes más rápidos en las encrespadas olas del sistema; se trata, primero, de hacerlos más seguros para navegar en mares de tantas y tan variadas corrientes.

Además es importante tener en cuenta que al medir los beneficios de la liberalización, generalmente hay diferencias entre los costos y beneficios individuales o privados y los costos y beneficios sociales. Esto se observa en la asimetría de la distribución del costo de la crisis, que generalmente repercute menos en los acreedores y más en los deudores. Si de países se trata, los que más sufren las crisis suelen ser precisamente los sectores más débiles, más pobres, de menores ingresos.

Para analizar la conveniencia de la regulación de los flujos de capital de corto plazo, resulta necesario medir el impacto del costo social de la distorsión que producen los flujos de capital privado respecto de los beneficios emergentes, y en caso de que el resultado fuese un costo de orden público, analizar si la intervención/regulación pública minimiza estos costos.

Resulta sintomático que la discusión sobre la necesidad de reformas al sistema monetario internacional desde Bretton Woods desaparezca de escena en los momentos de auge, para reaparecer en las crisis. Así sucedió a mediados de los años setenta, en pleno desequilibrio de las paridades cambiarias que se habían dejado flotar en 1973, y así también a fines de los ochenta, con planteamientos –surgidos de ámbitos académicos– sobre la necesidad “de un nuevo Bretton Woods”.

En nuestro escenario, la toma de conciencia de la necesidad de reformar la “arquitectura financiera internacional” aparece, como se dijo, después de que las crisis de los nuevos mercados emergentes, pero sobre todo de Rusia, conmovieran los mercados de capital y afectaran instituciones financieras importantes de los países centrales. Pero hay que reconocer que después del pico de interés alcanzado a raíz de la crisis rusa, con la declaración de 1998 del G7 y la creación del FSF por la necesidad de una reforma general, se ha pasado a la sola instrumentación de una serie de medidas parciales, complementarias de los Acuerdos de Basilea; cuestiones que hacen a la transparencia de las operaciones de los centros *off shore*, sobre todo en relación con lavados de dinero o evasiones tributarias; y a medidas adoptadas por el FMI para mejorar –hacer más rigurosa– su función de vigilancia preventiva y punitiva para los países en desarrollo que a su criterio no cumplen con las reglas y corren peligro de crisis.

Algunos analistas críticos se han preguntado si en verdad se trata de un nuevo proyecto de arquitectura o meramente de trabajos de alba-

ñilería para rellenar grietas y mejorar la fachada (Davidson, 2000). No es casual que las medidas adoptadas, en su gran mayoría, se destinen a hacer más severa la vigilancia y la exigencia de reformas en los países en desarrollo que en las fuentes del capital internacional. Nuevamente se sustentan las antiguas políticas del FMI centradas en la demanda, más que en la producción o en la oferta. Política remozada, eso sí, para cautelar mejor los problemas de crisis. Queda no obstante planteada la necesidad de una verdadera reforma, la creación de una nueva arquitectura financiera internacional. Un “nuevo Bretton Woods”, dicen algunos. A dónde se llegue dependerá, naturalmente, en este mundo de globalización financiera, de la evolución del sistema, sus crisis y sus efectos globales.

Veamos ahora rápidamente la creación, evolución y papel actual de los principales organismos internacionales.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) fue concebido en los Acuerdos de Bretton Woods y creado posteriormente, dentro de un esquema de cambios prácticamente fijos, para financiar desequilibrios transitorios de balance de pagos y supervisar el cumplimiento de metas monetarias, fiscales y de sector externo coyunturales, de corto plazo. También se le dio la función de consensuar la autorización a devaluar o revaluar en caso de que los cambios de la economía nacional afectada fueran “estructurales”. Con el tiempo pasó a ocuparse cada vez más de los problemas de balance de pagos y/o inflacionarios de países en desarrollo, con una ampliación de las condiciones que requería para brindar su ayuda financiera, que abarcaban al conjunto de las políticas macroeconómicas y recetas de ajuste severo. Con posterioridad a las crisis de la última década y a las fuertes críticas que recibió de fuentes oficiales y académicas por no haberlas previsto, el FMI extendió sus medidas de control y difusión de la información económica –sobre todo de países en desarrollo– así como las condiciones de sus préstamos, que abarcaron también las reformas llamadas “estructurales” (en esencia, liberación de los mercados de trabajo, de capital y de comercio). La institución llegó así a ser identificada, en el imaginario de estos países, como representante y cabeza de puente del capital financiero internacional.

El Banco Mundial (BM), inicialmente concebido como organismo de reconstrucción y fomento para países devastados por la guerra, pasó a hacer préstamos de más largo plazo a países en desarrollo, principalmente para obras de infraestructura. Luego, con el Consenso de Washington, condicionó más sus créditos a reformas estructurales, en sociedad con el FMI (y con otros organismos internacionales).

El Banco de Ajustes y Pagos Internacionales de Basilea (BIS o Banco de Basilea) nació en 1930 como organismo intergubernamental compensador de reparaciones de guerra luego de la Primera Guerra. A pesar de la interrupción de estos pagos y luego de la Segunda Guerra, el BIS emergió gradualmente como banco de bancos centrales (de

los países centrales), como foro de negociaciones, entidad de registro y estudios analíticos con respecto a cuestiones monetarias y financieras de particular interés para los banqueros centrales. Posteriormente se convirtió en el importante centro donde se estudian y promueven regulaciones bancarias a nivel mundial (los Concordatos de Basilea).

ELEMENTOS DE LA NUEVA ARQUITECTURA

Pasemos a analizar distintos aspectos que hacen a la agenda de la nueva arquitectura internacional. Sus aspectos centrales son el rol, funciones y recursos financieros de los organismos internacionales; la adecuación de mecanismos de provisión de liquidez internacional; la necesidad y conveniencia de la existencia de un prestamista de última instancia; la situación de los países endeudados (mecanismos de refinanciación y modificaciones legales); la formulación y aplicación de estándares y códigos internacionales; la elección de sistemas cambiarios óptimos; la regulación de fondos especulativos; la necesidad de controles de capital; la situación de plazas *off shore* (extraterritoriales) e iniciativas tendientes a la regulación de conglomerados financieros.

SITUACIÓN DE LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES

ROL Y FUNCIONES

Uno de los escasos consensos a nivel mundial tiene que ver con la inadecuación del funcionamiento de los organismos internacionales ante la globalización financiera existente hoy en día. Las críticas se centran en el funcionamiento del FMI, y provienen desde variadas vertientes del pensamiento y el poder. Desde la ortodoxia señalan que las intervenciones del FMI distorsionan el funcionamiento de los mercados (en el extremo “nada debe meter ruido en las señales de los precios”). Desde el pensamiento heterodoxo se ponen en tela de juicio las políticas macroeconómicas (fiscales, monetarias, cambiarias) y de reforma estructural con que la institución condiciona sus préstamos (el Consenso de Washington I). De uno y otro lado, pero sobre todo desde autoridades públicas de países centrales, se ha criticado también su probada incapacidad para prever a tiempo las crisis, y atenderlas eficientemente para limitar sus efectos en el tiempo y en el espacio.

Existen voces que proponen dividir el FMI en varias agencias separadas por funciones, distinguiendo así entre las unidades de información, otras destinadas a otorgar préstamos contingentes a países que ajustan, y otra dedicada a asistir la reestructuración de deudas internacionales. Otra visión reduce el rol a funciones de auditoría y no de préstamo. Otros van aún más allá, y a derecha e izquierda del arco ideológico promueven lisa y llanamente la abolición del FMI. Los sec-

tores de izquierda por considerarlo un mero instrumento de la banca internacional, y los de derecha porque derrocha dineros de los contribuyentes (norte)americanos al salir al “rescate” de malos negocios de financistas de Wall Street con gobiernos y empresas poco confiables (aunque algunos de ellos, como ciertos ultraconservadores hoy en funciones en el nuevo gobierno de EE.UU., hayan cambiado su opinión sobre la importancia de la subsistencia del FMI).

Una de las principales propuestas de reformas surgió del llamado *Informe Meltzer* (IFIAC, 2000), que fue solicitado por el Congreso de los EE.UU. como contrapartida para considerar un nuevo aporte financiero de dicho país al FMI. Nos detendremos en las recomendaciones de la Comisión Meltzer porque traducen el pensamiento dominante en los círculos del poder hegemónico.

Las recomendaciones elevadas al Congreso reflejaron un acuerdo de la mayoría acerca de que EE.UU. podría aumentar los recursos del FMI a través de una mayor cuota, con condiciones centradas en la necesidad de reformular la política crediticia de los organismos internacionales. Se deja al FMI la posibilidad de brindar asistencia ante crisis de liquidez, pero a plazos cortos y tasas punitivas. Además se propone limitar los préstamos del Banco Mundial a países emergentes de “alto” PBI como Argentina, Brasil, Rusia, donde en lugar de prestamista actuaría como aval de créditos de mercado y coordinaría sus actividades con los bancos de desarrollo regional como el Banco Interamericano de Desarrollo. Se aceptó la necesidad de un prestamista internacional de última instancia, pero se consideró que no existían recursos suficientes para implementarlo. También se accedió a otorgar la cancelación de la deuda externa solamente de los países más pobres del mundo (de imposible recupero en la práctica) pero impidiendo la viabilidad de dichos países al ligarla a la prohibición de nuevos créditos y vincular la condonación con políticas de reforma estructural estrictas y de apertura económica.

Si bien hubo disensos acerca de que la liberalización financiera agravó las crisis, la opinión mayoritaria mantuvo la línea tradicional de recomendar la apertura de los mercados de capital de los países emergentes. Con respecto a los controles de capital, se admite su utilidad en ciertos casos y por tiempo limitado, por ejemplo, en los controles a la entrada de capitales vigentes en Chile en los años noventa y en los introducidos a la salida de capitales en España, Gran Bretaña y otros países de Europa luego de la crisis cambiaria europea de 1992.

RECURSOS FINANCIEROS DE LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES Y LÍNEAS DE LIQUIDEZ

Las crisis pusieron en evidencia la inadecuación de los recursos financieros del FMI y de los organismos financieros internacionales en gene-

ral frente al volumen de los paquetes de rescate de los países afectados. Considérese que mientras el FMI disponía de 200 mil millones, los rescates fueron, entre otros, de 40 mil millones de dólares para México en 1994, 57 mil millones de dólares para Corea en 1997 y 42 mil millones de dólares para Brasil en 1999. De modo que hubo que recurrir a otros fondos, de organismos internacionales, de gobiernos y de mercados. Más allá de que en las crisis de los centros los propios bancos centrales inyectan liquidez directamente cuando es necesario, resulta claro que en las crisis de los países de la periferia o emergentes han debido de generarse mecanismos ad hoc, improvisados en cuanto al monto disponible y las características de acceso al crédito.

El FMI no constituye en la práctica ni un banco central mundial ni un prestamista de última instancia, porque no tiene la capacidad de emitir dinero, más allá de las escasas emisiones de las DEG autorizadas en los últimos 25 años. Luego de la crisis rusa se crearon líneas de liquidez internacional, la llamada Línea de Crédito Contingente (CCL) que implica una línea de préstamos de corto plazo y desembolso rápido para países con crisis de balance de pagos por *shocks* internacionales (países que cumplan con determinados estándares de información y transparencia). Esta línea está destinada a beneficiar a economías que sufren contagio, para complementar la Facilidad Suplementaria de Reserva (SRF), creada un año antes, sin límites de monto pero sujeta a condicionalidad macroeconómica. Evidentemente esto no resuelve el dilema de encontrar fondos para nuevas crisis que siguen generándose en la periferia (basten como ejemplo Turquía y Argentina en 2001).

El tema de la creación, control y distribución de la liquidez internacional no puede divorciarse de la estructura de poder y gobierno del FMI –ya considerada anteriormente y que se tratará más en profundidad en la última parte del trabajo. Los votos de cada país en dicho organismo son proporcionales a la cuota que integra. Los países desarrollados poseen la mayoría absoluta de los votos y EE.UU. tiene poder de veto sobre decisiones estratégicas.

Cabe recordar que en la práctica el FMI, el BIS o el Financial Stability Forum instrumentan decisiones que toma el G7 o el de los 10 (países más desarrollados), sin que en ninguno de ellos haya representantes de países emergentes. Como una “concesión” a estos países, el G7 impulsó en su reunión de 1999 la creación del Grupo de los 20 –Grupo de los 10, más 10 representantes de otros países desarrollados y principales países emergentes (Argentina, Arabia Saudita, Australia, Brasil, China, Corea, India, México, Sudáfrica y Turquía)– para discutir ciertos temas. Pero en los hechos, la agenda y la decisión final sobre las acciones concretas de reformas y financiamiento corresponden a los países desarrollados.

Más allá de los buenos deseos políticos de democratizar algunas de las decisiones de los organismos internacionales, resulta muy difícil

una reforma en tal sentido. Sigue imperando el criterio de que el racionamiento del crédito es una acción virtuosa para países en problemas: si los tienen es porque se los buscaron. Es algo así como no darle de beber al ebrio. Hay que someterlo a la disciplina de mercado. Por eso el dictamen de la Comisión Meltzer sostiene que corresponde al mercado corregir desequilibrios de pagos externos, y que en todo caso se deben atender algunas de sus fallas temporales de liquidez, siempre que sea con la disciplina correctiva de líneas de crédito selectivas y costosas.

Pero ocurre que es verdaderamente importante diferenciar si las crisis son problemas transitorios de liquidez o son de solvencia. En el primer caso basta con disponer de crédito adicional para reemplazar la falta de crédito de mercado. En el segundo caso, el financiamiento no alcanza y resulta necesario llevar a cabo reformas estructurales y una refinanciación de los pasivos (que a veces está presente en las crisis de liquidez), como veremos más adelante. No debemos olvidar que las crisis de liquidez apenas resueltas pueden ocasionar problemas de solvencia. ¿No será este uno de los problemas actuales de Argentina?

La realidad con respecto a los temas de liquidez es que existe una asimetría entre aquellos países que disponen de financiamiento en forma casi permanente y pueden demorar el ajuste y/o trasladar el peso del ajuste a los demás países, sin que el FMI pueda imponerles planes de ajuste –por falta de poder y porque no necesitan de su ayuda–, y aquellos países que disponen de crédito y liquidez internacional en los momentos de ciclos de euforia y deben ajustar en los momentos de la retracción del crédito internacional con recursos y condicionalidad del FMI.

PRESTAMISTA INTERNACIONAL DE ÚLTIMA INSTANCIA

Uno de los temas más discutidos en los últimos años tiene que ver con la necesidad de una autoridad monetaria que pueda actuar como prestamista internacional de última instancia y sus implicancias. Un prestamista internacional de última instancia debe en teoría cumplir cuatro funciones: servir de prevención a las corridas de capital transfronterizas (pase lo que pase, hay un respaldo); otorgar financiamiento oportuno y suficiente en caso de producirse la corrida; facilitar o prestar en un marco de proceso de tipo “convocatoria de acreedores”; y asistir a los estados nacionales en caso de una crisis global.

Si bien este debería ser uno de los temas centrales de la reforma de la arquitectura financiera internacional, la verdad es que ha sido dejado de lado en los últimos tiempos, en cuanto implicaría una delegación de poder hegemónico inconcebible en el mundo actual. En las discusiones, además de este argumento crucial, se ha aducido que la existencia de una institución de tales características aumentaría el ya tratado “riesgo moral” (*moral hazard*), pues la certeza de que alguien

sale al rescate sería un incentivo para que los deudores no actuaran con prudencia y los acreedores especulativos buscaran altos rendimientos sin valorar adecuadamente los riesgos asociados.

Sin embargo, a nivel nacional, en casi todos los países, el Banco Central actúa como prestamista de última instancia. En términos más generales, podría decirse que en una sociedad organizada la posibilidad de “riesgo moral” no impide tener mecanismos de seguridad para prevenir fenómenos críticos en distintos órdenes. Por ejemplo, no deja de existir un cuerpo de bomberos por temor a que la gente pueda ser menos prevenida para evitar incendios.

Resulta claro que, más allá de las argumentaciones teóricas o interesadas, las crisis sucesivas de los últimos años han mostrado claramente la necesidad de preservar al sistema financiero internacional y a las economías nacionales de sus perversos efectos. Baste como ejemplo la intervención de la Reserva Federal de los EE.UU., que organizó un paquete de salvataje de un importante fondo de inversión que estuvo al borde de la quiebra por la crisis rusa.

De todos modos, los costos económicos, políticos y sociales para el país que sufre crisis superan enormemente la posible especulación con la potencial existencia de un rescate. De ahí que sigan siendo válidos los argumentos para que haya un prestamista internacional de última instancia: bajar el riesgo sistémico para el sistema financiero mundial, prevenir el contagio entre naciones, y poder redistribuir los costos de las crisis globales que más sufren los países menos desarrollados.

CÓDIGOS Y NORMAS INTERNACIONALES

Más allá de las condicionalidades de coyuntura y de las reformas estructurales aplicadas o promovidas por los organismos internacionales, estos, además de otros entes reguladores (como el BIS, IOSCO, IAS), de mercados bancarios, de valores y de seguros, han diseñado y comenzado a aplicar normas y códigos para mejorar el funcionamiento de los mercados de capital nacionales.

Un fuerte impulso a estas actividades de organismos internacionales y entes reguladores se dio en el Financial Stability Forum, luego de las crisis de Asia y Rusia, donde como vimos se pusieron de manifiesto múltiples fallas de información y de supervisión que no sólo impidieron la oportuna intervención para evitar o atenuar las crisis, sino que además abrieron un amplio campo a actividades con “riesgo moral”. De lo que se ha tratado hasta aquí, en esencia, es de homogeneizar para todos los mercados de capital las normas de regulación y supervisión que se aplican en los países desarrollados. Uno de los objetivos que se persigue es precisamente reducir los riesgos de crisis financiera y contagio internacional.

Concretamente, se trata de convenir y aplicar un conjunto de normas de regulación financiera y mecanismos de supervisión para el sistema financiero y el mercado de capitales, un conjunto de buenas prácticas que incluyen cuestiones de política macroeconómica, transparencia en la información, funcionamiento del mercado de capitales (bancos, fondos de pensión y otros inversores institucionales, mercados de valores y de seguros). Y la necesaria infraestructura institucional. El cumplimiento de estos objetivos se va incluyendo en la condicionalidad que aplican los organismos internacionales en sus operaciones de préstamos.

ESTÁNDARES DE TRANSPARENCIA

En primer lugar, los aspectos de transparencia en la información y política económica son un conjunto de códigos de buenas prácticas establecidos por el FMI en 1998, que incluyen a la política monetaria y la supervisión del sistema financiero. Además existen normas de transparencia para la política fiscal: procedimientos legales y administrativos de las políticas fiscales, reglas de difusión de la información fiscal, criterios de participación en la formulación y ejecución presupuestaria, y control público e independiente de la política fiscal.

Las primeras normas de transparencia en la información fueron desarrolladas luego de la crisis mexicana y reactualizadas después de la crisis asiática. Un ejemplo: si bien existía adecuada información oficial sobre reservas internacionales (luego de la crisis mexicana se acordaron mecanismos para su publicación en Internet con dos días de reza-go), la información era inexistente o desactualizada en muchos casos. Los deseos y necesidades de transparencia operativa e informativa van así concretándose en el mundo de la globalización financiera en base a las propias experiencias de las crisis que sufren participantes de ese mundo con un contenido elevado de corrientes de lavado de dinero de origen espurio o ilegal. Es un largo camino, pero ya se ha empezado a avanzar, como veremos.

CÓDIGOS DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN

Las normas de regulación y supervisión corresponden a un conjunto de principios establecidos por los organismos internacionales como el Banco de Ajustes y Pagos de Basilea (BIS) para actividades bancarias, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) para los mercados de acciones y títulos (incluyendo derivados), y la Asociación Internacional de Compañías de Seguros (IAIS) para supervisión de seguros.

Estas normas, en cuya elaboración participan otros organismos internacionales como la OCDE y el Banco Mundial, tienen como principal objetivo el mejor funcionamiento de los mercados financieros de

distintos países, pero también tratan de establecer formas de investigar y tomar medidas contra el lavado de dinero, así como de mejorar la supervisión y auditoría de entidades financieras. En efecto, una de las principales causas de las crisis financieras es la inadecuada regulación y supervisión del sistema financiero, generada en parte por los propios procesos de globalización, desregulación e innovación financiera y la actividad creciente de los centros *off shore*. Este cóctel, unido a débiles aparatos nacionales de regulación, fue la fuente de muchas crisis que nacieron en países periféricos a partir de *shocks* bancarios que se transmitieron a la economía de esos países y de otros “contagiados” por ellos.

Tal vez el hecho más importante de regulación internacional en los últimos tiempos fue el establecido en 1997 por el Banco de Basilea, que incluye reglas para una adecuada supervisión bancaria, con requerimientos de información inclusive para operaciones transfronterizas. En los mismos Principios Fundamentales para una Efectiva Supervisión del Sistema Financiero se incluyen otros aspectos que influyen en la salud del sistema bancario, como el contexto económico, normas de buen gobierno, manejo de bancos en situaciones difíciles, protección del riesgo sistémico, formación y retención de recursos humanos en los entes reguladores, etcétera.

INFRAESTRUCTURA INSTITUCIONAL

Un buen funcionamiento del sistema de pagos es requisito para evitar una falla sistémica en el mercado financiero y en el mercado de capitales. El fuerte crecimiento de las transacciones ha provocado en numerosos casos que una falla en la concreción de una operación generase un efecto dominó que puede acarrear riesgos sistémicos. Para evitarlo se han desarrollado sistemas de pagos entre los bancos centrales y los bancos del sistema financiero.

Estos sistemas permiten la transferencia de fondos de manera electrónica (en lugar de la existencia de formularios manuales que se cargaban diariamente). Se posibilita así el registro en tiempo real de las operaciones, lo que genera mayor seguridad de que no haya una falla en la cadena de pagos. También se han creado sistemas de compensación y liquidación internacionales que reducen los riesgos sistémicos o de contagio por fallas del tipo antes mencionado.

NORMAS CONTABLES Y DE AUDITORÍA

La existencia de normas homogéneas de contabilidad y auditoría facilita la evaluación económica y financiera de empresas. En los distintos países, los consejos profesionales o los reguladores han desarrollado normas de contabilidad y auditoría que difieren en distintos temas: valuación, sistemas de amortización, normas de previsión, contabili-

zación de derivados, etc. A nivel internacional existe el Comité Internacional de Estándares de Contabilidad (IASC), que ha desarrollado estándares de uso internacional vinculados con la emisión y negociación de valores negociables. Todavía estas normas presentan diferencias pendientes de reconciliación con los principios que se aplican en EE.UU. De todos modos, para la aplicación de las normas homogéneas a nivel internacional, la velocidad de las transacciones en el mundo contemporáneo de la informática y de Internet se tropieza con la tradición de presentar los estados contables de las firmas con periodicidad anual, trimestral o mensual.

Queda claro que la falta de transparencia y la corrupción pública y privada no son patrimonio de los países en desarrollo. Las recientes quiebras fraudulentas de Enron, Worldcom, Parmalat, etc., donde fueron vulnerados elementales principios de supervisión, muestran las enormes fallas en la regulación en los propios países desarrollados y en EE.UU. mismo.

Resulta interesante insertar aquí una frase de Paul Volcker, ex presidente de la Reserva Federal de los EE.UU.: “Nunca vi un informe de auditor que dé señales de alerta de que un banco está en problemas”. La efectiva regulación de las empresas de auditoría con fuertes conflictos de intereses –dado que a menudo firmas vinculadas son a su vez proveedoras de servicios de consultoría a las firmas auditadas– plantea la necesidad de revisar las normas sobre regulación de dichas empresas, mejorar los mecanismos de supervisión, y hacer más estricta la responsabilidad de directivos y auditores internos y externos ante fraudes, para asegurar los derechos de accionistas minoritarios trabajadores y consumidores.

Otro tema que hace al conflicto de intereses es el de las recomendaciones de compra de activos por parte de analistas de bancos de inversión y su independencia respecto a operaciones de *underwriting* o *trading* de las instituciones. Más allá del acuerdo voluntario de Merrill Lynch, la Securities and Exchange Comisión (SEC) se encuentra analizando el dictado de normas de separación de las operaciones de *research* de las áreas de origen y negociación de los bancos, incluyendo la regulación sobre mecanismos de retribución a los analistas para prevenir perjuicios a inversores.

OTRAS NORMAS APLICABLES A EMPRESAS, VALORES Y SEGUROS

Con respecto al buen gobierno de las sociedades (o gobernabilidad corporativa, en una versión más ruda del inglés *corporate governance*), la OCDE formuló principios que cubren cuatro aspectos básicos: protección de los derechos igualitarios de los accionistas, transparencia en la información, inclusión de auditores independientes, y un marco sobre el funcionamiento de la estructura de manejo de las sociedades.

En cuanto a la regulación de acciones, bonos y otros valores, en septiembre de 1998 la IOSCO publicó los *Objetivos y Principios de la Regulación de Títulos Valores*, que incluye tres áreas críticas: protección del consumidor, reducción del riesgo sistémico, y promoción de la integridad y eficiencia de los mercados (lo que está estrechamente vinculado a las otras dos áreas).

Se definieron un número de principios generales vinculados con funciones, responsabilidad y recursos del regulador, cumplimiento de las normas, supervisión de los mercados, requerimientos para intermediarios de los mercados, mecanismos de ahorro colectivo (fondos mutuos o comunes de inversión), etcétera.

Finalmente, en este paneo de reformas que vienen de alguna manera regulando los mercados de la globalización financiera, también los seguros están siendo objeto de normas internacionales. Los principios establecidos por el organismo internacional correspondiente –el IAIS– incluyen temas vinculados al buen gobierno de las compañías, protección al asegurado, normas de control interno, y supervisión de actividades transnacionales.

EL LAVADO DE DINERO Y LA GLOBALIZACIÓN

No hay estimaciones oficiales del volumen de dinero que se “lava” en los mercados internacionales de capital, pero existe un gran consenso en la importancia de este fenómeno. También hay consenso acerca de la necesidad de enfrentarlo con una amplia cooperación y supervisión, no sólo en los sistemas financieros de los países emergentes, sino también en el rol que le cabe a los países centrales y organismos internacionales en controlar efectivamente las operaciones que se efectúan en sus propios sistemas financieros y en las plazas *off shore*.

Al respecto, el G7 ha impulsado la creación de la Fuerza de Tareas de Acción Financiera contra el lavado de dinero (FATF). Durante la década del noventa, se formularon numerosos principios, posteriormente actualizados en el año 2000, que incluyen la tipificación como delito del lavado de dinero, normas de identificación de clientes del sistema financiero, normas de control interno, obligación de informar al regulador en caso de operaciones sospechosas, mecanismos de supervisión coordinada con el Poder Judicial y Ministerio de Justicia, acuerdos internacionales entre organismos de control, etcétera.

En el año 2000, se efectuó una evaluación sobre el cumplimiento de los principios establecidos y se detectaron 15 países que no cumplieran con los estándares mínimos.

Se deben tener en cuenta también los efectos económicos y extraeconómicos del lavado de dinero en las sociedades. Si bien estas actividades no generan *per se* crisis financieras, están asociadas con de-

bilidades en los sistemas financieros, manipulación de los mercados de capital y otras actividades fraudulentas. Particularmente, se debe prevenir el endeudamiento –muchas veces autopréstamos–, vinculado a dinero ilícito, la adquisición de sectores económicos lícitos como pantalla de estas operaciones, lo que implica la necesidad de una amplia cooperación entre reguladores, actividades judiciales, policiales e impositivas.

Sin embargo, si se hace un análisis global de la acción regulatoria y de la política de formulación y monitoreo del cumplimiento de los códigos y estándares, vemos que el énfasis y el esfuerzo de los organismos de regulación internacional se centraliza más en las insuficiencias propias de los mercados de los países en desarrollo que en problemas vinculados con la arquitectura global del mercado y del mencionado sistema de actividades.

ACTIVIDADES DEL FINANCIAL STABILITY FORUM

Se ha visto ya que las preocupaciones de los países centrales por los efectos sistémicos potenciales de las crisis que eclosionaron en los últimos años en el marco de la globalización financiera dieron lugar a propuestas de reformas de la arquitectura financiera internacional. A tal efecto crearon en 1998 el Financial Stability Forum (FSF). Desde entonces este organismo “virtual”, como se explicó, y los diversos organismos internacionales y gobiernos que lo integran, han desarrollado sus actividades y adoptado decisiones de importancia a través de cuatro grupos de trabajo, que tratan cuestiones vinculadas con los inversores especulativos altamente apalancados (*hedge funds*); la implementación de códigos y estándares en los sistemas financieros; la regulación de plazas *off shore*; y las corrientes de capital. Veamos ahora lo avanzado en esas áreas, cuya importancia no puede subestimarse.

Antes de entrar en la consideración de esas cuatro áreas, cabe señalar que la prioridad que dentro de las mismas asignan los grupos de trabajo del FSF muestra el sesgo en el enfoque de los organismos internacionales y del propio G7. En efecto, estos se han concentrado mucho menos en factores desestabilizantes de los flujos de capital que dependen de regulaciones de organismos y gobiernos centrales que en problemas que hacen más a la administración por los países emergentes de sus compromisos y de sus sistemas financieros: volumen y composición de la deuda, regulación y supervisión financiera, equilibrios macroeconómicos, seguridad y transparencia de la información, incentivos a la inversión externa, etcétera.

El sesgo en el esfuerzo de los organismos internacionales de concentrarse mucho más en los países de la periferia que en problemas globales no es independiente, por supuesto, de la asimetría de poder

entre las naciones desarrolladas y el resto del mundo, reflejada en la estructura de gobierno de esos organismos. Pero cabe señalar también que hace ya mucho tiempo –desde la década del setenta– que los países periféricos han dejado de unirse para una efectiva defensa de sus intereses, salvo raras excepciones.

REGULACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL Y ACTIVIDADES DE LOS INVERSORES ESPECULATIVOS

Revisando posturas anteriores a favor del desmantelamiento de todo control de capital, en el análisis posterior a las crisis –tanto a nivel académico como en informes de los propios organismos internacionales más ortodoxos– no han faltado referencias a cómo la aplicación de controles selectivos de capitales había inmunizado a varios países de las crisis financieras, a diferencia de otros que habían abierto abruptamente la cuenta capital con un sector financiero débil y habían amplificado con políticas ortodoxas sus desequilibrios macroeconómicos.

Un avance significativo se observa en la preocupación por los desequilibrios financieros internacionales que causaban operaciones de los *hedge funds*. Si bien el énfasis se había centrado más en el grado de dependencia de los países emergentes que en el financiamiento con estos inversores, finalmente la evidencia de los problemas generados en los sistemas financieros globales –y en algunos casos de ataques sobre monedas fuertes– por esos fondos altamente especulativos y sus formas de financiamiento llevó a modificar las normas bancarias en los países desarrollados. Así, a través de los Concordatos de Basilea se establecieron normas más estrictas a efectos de desalentar el crédito que los bancos pueden otorgar a inversores especulativos, pero sin avanzar mucho más en la senda del documento preparado por el presidente del Banco Central de Alemania, Hans Tietmeyer, en oportunidad de la primera reunión del FSF en febrero de 1999 a solicitud del Grupo de los 7, que recomendaba directamente “regular a los inversores especulativos no regulados” (sic).

Nuevamente, haciendo una analogía con los estándares, códigos y normas recomendadas a los países en desarrollo con otra dimensión de las relaciones internacionales, pareciera ser que se trata de vender escudos misilísticos a nivel mundial y no de detener la carrera armamentista. Habría que ver quién se beneficia en el caso de las finanzas con la venta de armas y de escudos (financieros).

REGULACIÓN DE CONGLOMERADOS FINANCIEROS

Un rasgo de la globalización financiera es la provisión de financiamiento y servicios financieros en forma integral, por conglomerados o *holdings* integrados por bancos, compañías de seguros, casas de bolsa, e inver-

sores institucionales (tanto fondos de pensión como fondos mutuos de diversa naturaleza). Como contrapartida, los entes de regulación a nivel nacional e internacional actuaban de manera fragmentada y sin coordinación. Estos grupos financieros suelen aprovechar brechas regulatorias para obtener mayores ventajas, lo que tiende en muchos casos a comprometer la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. En muchos países emergentes los bancos han generado y conforman grupos financieros que controlan una parte muy significativa de los inversores institucionales locales como fondos de pensión, fondos mutuos, sociedades de bolsa y compañías de seguro. Tal integración presenta grandes desafíos a los reguladores para proteger a los inversores de prácticas desleales relacionadas con operaciones entre compañías vinculadas o acuerdos de grupos oligopólicos.

En varios países se han integrado entes de regulación nacionales para evitar estas brechas regulatorias. El Financial Service Authority (FSA) de Gran Bretaña es el caso paradigmático; este ente agrupa en un solo organismo a los reguladores de bancos, valores, pensiones, fondos mutuos y seguros. Entre otros países con entes reguladores integrados podemos citar también a Japón, Corea, los países nórdicos, Bélgica, Holanda y aun Bolivia y Costa Rica en América Latina. El ejemplo de acción multinacional lo ofrece nuevamente Europa.

En marzo de 2000, la Unión Europea encargó a un grupo de personalidades que presentaran un plan de acción de mediano plazo para desarrollar los servicios financieros en Europa. En ese marco, el comité de “Wise Men” (hombres sabios) presidido por Alexandre Lamfalussy, ex presidente del BIS, recomendó –entre otras iniciativas– que los países unificaran sus entes reguladores para mejorar su regulación y poder competir exitosamente con el mercado de capitales de EE.UU.

Más allá del modelo de regulación elegido y asumiendo que la unificación no implica integración efectiva de las funciones y que existen ventajas y desventajas en los distintos modelos, resulta clave cuanto menos una profunda interacción de los reguladores nacionales de los mercados de capital y una coordinación a nivel internacional para reducir los riesgos de la fluidez que caracterizan a los mercados internacionales de capital en el marco de la globalización financiera contemporánea.

REGULACIÓN DE LOS CENTROS *OFF SHORE*

Existen centros financieros *off shore* en naciones como Suiza, Luxemburgo, Singapur, Panamá, en ciudades como Londres, en las islas del Canal de la Mancha, en varias islas del Caribe y el Pacífico, por citar algunos. Su origen estuvo asociado al de los euromercados, que proveyeron seguridades para la Unión Soviética en el manejo de sus reservas en

dólares, pero también a la creación de paraísos fiscales para empresas y personas que buscaban evitar o reducir pagos de impuestos. La “extra-territorialidad” de estos centros también ofrece facilidades para operar discretamente, con mínimas regulaciones, en movimientos financieros muchas veces vinculados con ilícitos bancarios, fiscales, de lavado de dinero, etcétera.

El grupo de trabajo del FSF encargado de estudiar la regulación de centros *off shore* propuso una metodología para clasificarlos en función de su nivel de supervisión y cooperación con entes reguladores de otros países. Se proponía monitorear en qué medida los centros *off shore* tomaban decisiones prudentiales y compromisos de mínima transparencia informativa, en particular en lo referido a temas de lavado de dinero. En tal sentido, se los clasificó en tres categorías: la primera, agrupando a los que tenían adecuadas normas y supervisión y eran cooperativos con reguladores mundiales; la segunda, a los centros que eran cooperativos pero con un nivel inadecuado de supervisión; y por último, los que tenían deficiente supervisión y no estaban dispuestos a cooperar con el resto del mundo.

Aunque hasta el momento el FSF y el G7 no avanzaron en la implementación de medidas concretas para obligar a los centros más desregulados y sospechados de tolerar actividades ilícitas a que prevenzan y controlen dichas actividades, las crecientes presiones políticas y financieras los han obligado a una mayor cooperación con los países perjudicados por operaciones ilícitas. Y eso ya es un avance importante en la regulación internacional de los movimientos de capital.

Probablemente, los hechos terroristas ocurridos el 11 de septiembre de 2001 y la quiebra de Enron en diciembre de ese año –donde quedó demostrado que sus fuertes pérdidas se ocultaban a través del uso de firmas vinculadas radicadas en centros *off shore*– generen una mayor demanda de control de las operaciones financieras relacionadas con operaciones ilegales. De todos modos, el peso de los intereses en juego permite abrigar dudas sobre el desmantelamiento de estos centros que facilitan operaciones vinculadas con tráfico de armas y drogas, corrupción, terrorismo insurgente y de Estado, etcétera.

SISTEMAS CAMBIARIOS

La elección de los sistemas cambiarios fue y es la piedra angular tradicional de cualquier arquitectura del sistema monetario internacional, como lo fue el patrón oro entre finales del siglo XIX y principios del XX y el patrón de cambios oro-dólar entre 1945 y 1973.

Luego de años de estabilidad con tipos de cambio fijo en el mundo de Bretton Woods, hemos visto fuertes movimientos y una profunda volatilidad en los tipos de cambio.

En los años ochenta, esta volatilidad se expresó en el fortalecimiento del dólar hasta 1985, seguido de su abrupto debilitamiento. El Grupo de los 5, luego ampliado a 7, generó acuerdos (Plaza 1985 y Louvre 1987) para intervenir en los mercados cambiarios y reducir estos desequilibrios.

Los desequilibrios cambiarios internacionales muchas veces han generado situaciones de crisis tanto en la periferia como en los centros, como lo muestran la crisis europea de 1992, la del yen en la mitad de la década del noventa, etcétera.

Estas intervenciones generalmente coordinadas entre los bancos centrales de EE.UU., Alemania y Japón han servido para dar fuertes señales a los mercados, más allá de divulgar que la capacidad de las reservas internacionales es infinitamente menor a los activos de corto plazo en poder de inversores internacionales.

No obstante, esta asimetría se compensa cuando existen acciones estratégicas y concertadas de los países centrales, sin olvidar que estas no pueden de por sí prevenir corridas ante profundos y persistentes desequilibrios económicos, como fue el caso de la libra esterlina y otras monedas europeas en 1992.

La introducción del euro no sólo simplifica el mapa monetario europeo y le permite reducir los costos transaccionales entre las monedas nacionales, sino que introduce la posibilidad de generar una moneda con capacidad transaccional y reserva de valor, con capacidad potencial de discutir la supremacía del dólar como moneda hegemónica mundial y que de hecho es la herramienta monetaria al servicio de un proyecto estratégico regional.

¿Qué ocurre por el lado de los países emergentes? Desde el punto de vista de los tipos de cambio, los centros están recomendando esquemas binarios absolutos para los países en desarrollo. Algunos autores pregonan las virtudes de la libre flotación de la moneda y otros se inclinan por esquemas de cajas de conversión o, lisa y llanamente, por la adopción de una divisa extranjera fuerte que elimine la moneda local.

Los argumentos para promover la flotación libre de la moneda radican en que este esquema minimiza la entrada de flujos de capital de corto plazo, debido a que no otorga un seguro de cambio implícito para aprovechar altas tasas de interés en moneda local por un lado, y en que da más flexibilidad a la economía sin provocar deterioro de competitividad, por otro.

Además, el ajuste se produce en el precio y no en la cantidad de reservas, lo que permite mantener un *stock* de reservas como medida de defensa. No obstante, otros reconocen las virtudes del tipo de cambio fijo como ancla para estabilizar los precios, dar confianza y mayor transparencia en los precios.

La elección del sistema cambiario depende de las particularidades nacionales y del contexto histórico, particularmente de la experiencia hiperinflacionaria, el nivel de dolarización de activos y pasivos y el momento del ciclo económico.

Queda claro que ningún sistema cambiario es para siempre y que ninguno tiene virtudes *per se*. Como en todo, hay que ser pragmático y elegir el sistema que mejor se adapte a la realidad local y al momento histórico en cuestión.

Pero está probado que lo relevante es el contexto global y las buenas políticas internas más que la política cambiaria elegida. Con aquellos dos requisitos funciona casi cualquier sistema cambiario y, por el contrario, ninguno funciona en ausencia de estos equilibrios globales y nacionales.

OTRAS INICIATIVAS. MANEJO DE REESTRUCTURACIONES DE DEUDA

Las crisis aguzan el ingenio y son terreno de prueba y confrontación de acreedores, deudores, intermediarios y árbitros, incluyendo entre estos a los organismos internacionales, a pesar de que su imparcialidad es muy cuestionable –pues hasta ahora los propios acreedores han salido con menos pérdidas, y a veces hasta con ganancias, como puede comprobarse en la abundante literatura analítica de cada episodio de crisis, además de su insistencia en los “riesgos morales” y la asimetría de información y de poder.

La aspiración a una nueva arquitectura financiera internacional engloba, en cierto modo, a muchas de las iniciativas sugeridas y algunas de las ya puestas en práctica. Pasemos revista ahora rápidamente a otras que han surgido de distintos actores y que se mantienen en las discusiones sobre lo necesario, lo conveniente y lo posible.

Diversas iniciativas tienden a proteger, en casos de crisis, intereses de acreedores y deudores. Obviamente, se trata de que estos últimos, países en desarrollo en general, reduzcan los costos económicos y sociales de las crisis; para los acreedores, asegurar que recuperen capitales invertidos con riesgo indefinido. Desde una perspectiva más global, siempre se busca proteger a los sistemas financieros nacionales e internacionales. Desde los países centrales, se procura amparar a sus propias instituciones de los efectos de las crisis y limitar la caída en las exportaciones a países en crisis. Muchas veces, claro está, existen relevantes razones geopolíticas, como en el notorio caso de Rusia.

Enumeraremos aquí algunas de las principales iniciativas que no cabría incluir entre las consideradas en el marco del Financial Stability Forum, aunque sí podrían caber en las reformas para una genuina nueva arquitectura financiera y monetaria internacional.

Es conocido el caso de las reestructuraciones de deudas de países latinoamericanos a comienzos de los noventa, popularmente llamadas

“planes Brady”, con garantías de organismos internacionales y aun de bonos del Tesoro de los EE.UU. Cabe señalar que hubo casos de reestructuraciones de deuda pública con posterioridad, en países como Rusia, Pakistán, Ucrania y Ecuador. El argumento es que de esta forma la deuda se hace más “pagable”, y que los acreedores preferirán reducir un gran riesgo de pérdida de capital al costo de un menor retorno (siempre la valoración de un activo financiero se relaciona con el riesgo que el mismo implica). Parecería que los resultados de la refinanciación de la deuda argentina pueden ser un caso testigo de este tipo de negociaciones para crisis futuras.

Existen propuestas de varios economistas de reputación internacional –y de la academia de EE.UU.– para que se reconozca una quita o pérdida del capital (en el caso argentino, economistas de prestigio han propuesto quitas de hasta el 75% del capital) con el argumento básico que sostiene que de otra manera la deuda sería impagable para los deudores. Vale decir, reconocen que la crisis que se viene no es de liquidez sino de solvencia o capacidad de pago a mediano plazo. Otros enfoques manifiestan que las reestructuraciones o los canjes deben efectuarse en condiciones de mercado, postergando pagos o reduciéndolos mediante la existencia de garantías de organismos internacionales o de recaudaciones del deudor.

Otras iniciativas proponen que los países que se vean amenazados por crisis de pagos recompren su deuda con descuento, fijando un precio piso, con financiamiento de organismos internacionales, ya sea bajo esquemas voluntarios u obligatorios. Hay quienes sugieren que sólo se acepte reestructurar la deuda de países que refuerzan su sistema financiero para evitar el riesgo sistémico, facilitando la adquisición de bancos locales por extranjeros (este fue el modelo de Argentina después de la crisis de 1995, y fortaleció ese sistema pero no evitó la crisis de arrastre por sobreendeudamiento, desequilibrios macroeconómicos o fenómenos globales).

En oportunidad de la crisis argentina de 2001 el FMI promovía el fin de los paquetes de rescate (según el paradigma republicano) por la cuestión del *moral hazard* y se analizaba la posibilidad de “bendecir” la cesación de pagos temporal de un país y el otorgamiento de financiamiento sólo en el marco de una “reestructuración amistosa” de la deuda, además de la aplicación de salvaguardas judiciales en las jurisdicciones de los países centrales para proteger al deudor de la posibilidad de litigios y embargos promovidos por inversores que no se avinieran a renegociar la deuda. Sin embargo, Argentina no aceptó la reestructuración de la deuda, lo que unido al mantenimiento de la convertibilidad provocó el colapso económico y social de diciembre de 2001.

Un conjunto de propuestas apuntaba a la aplicación de leyes de quiebras más flexibles, que se usan en países desarrollados ante crisis

cuyo epicentro está en gobiernos y mercados de países periféricos. Se trataría de evitar “quiebras” de consecuencias sistémicas, facilitando reestructuraciones más rápidas y con menos costos y reduciendo así los peligros del círculo vicioso devaluación-incobrabilidad de préstamos-caída del sistema financiero. En los países como EE.UU., donde estas normas se aplican a situaciones de quiebra privada, de lo que se trata es de preservar a acreedores y deudores alineando sus intereses. Para ello se otorga nuevo financiamiento en condiciones privilegiadas a la empresa, para que pueda seguir funcionando con la expectativa de regularizar su situación financiera. Interesante es también el caso de Canadá, que en 1998 promovió una ley similar para quiebras de entidades públicas, particularmente municipales. La misma directora gerente del FMI, Anne Krueger, efectuó una propuesta en tal sentido que ha sido archivada.

Finalmente, hay propuestas más globales, surgidas en los países al borde de ataques de crisis, donde se contempla la reestructuración programada de los pasivos externos en general, incluyendo pagos de capital e intereses de deudas públicas y privadas, así como remesas de utilidades y dividendos de empresas extranjeras con negocios en el país al borde de la crisis, en el marco y como parte de un programa de desarrollo de mediano plazo que devuelva la solvencia al país en crisis.

CONSIDERACIONES FINALES

El G7 ha destacado que la crisis argentina no generó contagio (salvo Uruguay) debido al “éxito” de las reformas globales en el sistema financiero internacional, aunque la crisis afectó también a Brasil y a otros países del Cono Sur. Pero más allá de algunos avances –mayor transparencia de la información, restricciones crediticias a los *hedge funds*, entre otros–, la lista de temas pendientes para una adecuada regulación global es aún frondosa.

Entre los más importantes se encuentran la discusión sobre el rol que debe cumplir el FMI y otros organismos internacionales nacidos en Bretton Woods, que básicamente continúan con funciones y recursos (funcionales a un mundo de tipos de cambio fijo, bajo desarrollo de ingeniería financiera y telecomunicaciones, restricciones a los movimientos de capital, etc.) inadecuados en el contexto actual.

Existe evidencia de que los períodos de mayor crecimiento y menor volatilidad a nivel mundial coinciden con la existencia de un “orden” monetario global (patrón oro de 1870 a 1914 o Bretton Woods de 1945 a 1973).

La necesidad de la reforma de la arquitectura global no sólo es sostenida por la “heterodoxia” o desde los desesperados funcionarios de países en crisis; surge también de recientes altos funcionarios de dichos organismos internacionales (Fisher, Stiglitz), de autores de insospecha-

ble ortodoxia como Meltzer y Sachs, e incluso hasta hace poco, de algunos actuales funcionarios de EE.UU.

El problema del endeudamiento de los años noventa es un claro ejemplo de las responsabilidades compartidas. Si bien las dirigencias latinoamericanas, y en última instancia las sociedades, tienen una enorme cuota de responsabilidad por las crisis, la responsabilidad externa es también significativa.

Por un lado está la responsabilidad del G7 por la falta de una adecuada arquitectura del sistema financiero internacional, que incluye groseras fallas en la regulación financiera global. Por otra parte está la responsabilidad por el inadecuado funcionamiento de los organismos internacionales tanto en su rol de prestamistas de última instancia como en las condicionalidades asociadas a los créditos de los mismos.

Resulta evidente el claro conflicto de intereses del FMI cuando presiona por políticas macroeconómicas y estructurales en beneficio de sectores de intereses como los acreedores privados, los bancos internacionales, las empresas transnacionales que controlan servicios públicos privatizados, etcétera.

Por otra parte, los bancos intermediarios y los gestores de fondos que han asesorado mal a los inversores minoristas, para que adquieran activos riesgosos y financiaran a países en situación inviable a cambio de jugosas comisiones, son además co-responsables por las crisis; y esta responsabilidad alcanza también a los reguladores de valores de los países desarrollados que no intervinieron para prevenir el sobreendeudamiento, que en última instancia iba a perjudicar a ciudadanos de esos países, y a los deudores, en beneficio de unos pocos intermediarios financieros.

Resulta claro que los fondos disponibles en los organismos internacionales son claramente insuficientes para la prevención de crisis. Además está en discusión hasta dónde y cuáles deben ser las condicionalidades que imponen estos organismos. Frecuentemente, las políticas inducidas por ellos han fracasado. El “recetario” no es extrapolable mecánicamente *urbi et orbi*.

Si bien el reciente informe de la Oficina de Evaluación Independiente, que creó el FMI para evaluar su acción en el caso argentino, exhibe una tenue autocrítica por el rol del organismo en el manejo de la situación en los noventa, en la práctica el documento no sólo es parcial sino que además no se traduce en un cambio concreto del accionar del FMI en el presente.

Por cierto, el FMI sigue exigiendo superávits fiscales incompatibles con el crecimiento, reformas estructurales que han fracasado en los noventa para obtener el desarrollo económico y social e incluso han virado desde formular el principio de sustentabilidad a privilegiar la aceptabilidad, en posiciones de apoyo manifiesto a los bonistas en des-

medro de la sustentabilidad y el nivel de equidad ante deudores y acreedores que figuran en sus documentos de políticas de financiamiento a deudores en atrasos, como es evidente en el caso argentino.

Estas políticas generan en última instancia una elevada incertidumbre sobre el manejo de las crisis de los incentivos y de los riesgos futuros asociados.

Además, es incierto todavía el manejo del riesgo moral. Se debate la conveniencia de contar con un prestamista internacional de última instancia, y en qué condiciones debe acudir en socorro de los países en crisis. La indefinición de esta cuestión se traduce en una mala asignación del retorno-riesgo a nivel global, con oleadas de endeudamiento, crisis posterior y una gran incertidumbre asociada con la volatilidad del flujo de capitales.

Pareciera ser que el gobierno de EE.UU. –con Argentina como virtual cobayo– está ahora definiendo algunas de estas políticas (¿no más rescates?). La pregunta es: ¿será así en caso de socios más estratégicos o países más grandes o sensitivos?

Resulta absolutamente imprescindible definir reglas de juego claras y estables a nivel global para administrar las crisis y políticas que tiendan a disminuir las profundas asimetrías económicas entre los países centrales y en desarrollo, en un marco democrático, y de verdadero capitalismo competitivo; esto último resulta contradictorio con algunas políticas de los propios países centrales (subsidios agrícolas). “Haz lo que yo digo...”.

Atendiendo a que desde los países centrales se formule el precepto de que no se gaste el dinero de los americanos (simbolizados en el simpático granjero de Iowa o el serio dentista de New Jersey) para financiar la “juerga” de deudores e inversores especulativos, resulta claro que la verdadera solución (prevención de crisis globales) pasa por la reingeniería de la “autopista”, lo que implica mucho más que poner algunos lindos carteles a la vera del camino. Y que cualquier reforma en los países en crisis no es “sustentable” sin apoyo financiero y reformas orientadas al crecimiento.

Resulta lógico, desde la perspectiva del G7, que no debería haber financiamiento sin un plan sustentable, pero no hay sustentabilidad sin financiamiento. La sustentabilidad implica simultaneidad, o al menos señales claras internas y externas. Para curar se requiere un hospital con buenos médicos, diagnóstico y prescripciones adecuadas, que el paciente reconozca la realidad y se cuide (y fondos que no lleguen para el sepelio).

La ausencia de una adecuada arquitectura financiera internacional, responsabilidad central del G7, puede derivar en sucesivas crisis globales que desgarran aún más el tejido social y los valores democráticos de los países emergentes, y repercutan en los propios países

centrales. ¿Es ese el objetivo de EE.UU. y de sus socios europeos? Incluso algunas de estas amenazas totalitarias generaron alertas electorales en Europa. ¿Por quién doblan también entonces las campanas, señores del G7?

BIBLIOGRAFÍA

- Davidson, P. 2000 *Is a plumber or a financial architect needed to end global international liquidity problems?* (Nueva York: World Development).
- Financial Stability Forum 1999 "Ongoing and recent work relevant to strengthening financial systems". En <www.fsforum.org>.
- Fondo Monetario Internacional 1999 *Report of the managing director to the interim committee on progress in strengthening the architecture of the international financial system* (Washington DC: FMI).
- Fondo Monetario Internacional 2000 *Report of the managing director to interim committee on progress in strengthening the architecture of the international financial system* (Washington DC: FMI).
- IFIAC-International Financial Institutions Advisory Commission 2000. En <www.house.gov/jec/imf/meltzer.htm>.
- Kokotsi, Elle 2006 *All G7/8 Commitments, 1975-2006* (G8 Research Group). En <www.g8.utoronto.ca>.