

Las instituciones financieras internacionales en el umbral del siglo XXI

Manuel Varela Parache
Félix Varela Parache

El medio siglo transcurrido desde la aparición de las instituciones financieras internacionales (IFI), la experiencia derivada de su actuación y las críticas que han recibido, desde multitud de ámbitos, parecen razones suficientes para establecer un balance que permita adelantar algo sobre su evolución más probable de cara al próximo milenio.

Para abordar este tema, dividiremos las reflexiones que siguen en cuatro apartados. En el primero, se trata la aparición de dichas instituciones, las ideas a las que respondían, sus objetivos y sus políticas, y sobre todo la evolución que han experimentado como respuesta a cambios en la situación política, económica y social. En el segundo, se analizan las crisis monetarias recientes que han introducido modificaciones relevantes en el entorno y en la misión que cumplen dichas instituciones. En el tercero, se estudia la situación actual, los nuevos retos a los que se enfrentan las IFI y se describen los principales aspectos en discusión. En el cuarto, se resume y analiza lo ya realizado en el camino emprendido para adecuar la arquitectura financiera a los problemas actuales desde el doble convencimiento de la necesidad de las instituciones internacionales para conseguir soluciones por la vía de la cooperación y no por la del conflicto, pero también, de que deben estar sometidas a un proceso continuo de puesta al día.

I. LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES

Los dos bandos que participaron en la segunda guerra mundial tenían planes para la etapa posterior. Nos interesan aquí tan sólo, por razones obvias, los que habían elaborado los vencedores y, entre ellos, los que se referían a la organización –y, a través de ella, al fun-

cionamiento– de la economía mundial. Y nos encontramos con una novedad (Gardner, 1994): los países vencedores, por primera vez en la historia, se proponen diseñar un orden económico mundial que se concreta, en los años siguientes, en la aparición de las llamadas instituciones financieras internacionales. En la Conferencia Monetaria y Financiera de las Naciones Unidas, celebrada en Bretton Woods en 1944, nacieron el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo, conocido como Banco Mundial (BM). Por eso se habla, desde entonces, del “Sistema” de Bretton Woods. Un tercer organismo, que estaba también previsto que se ocuparía de los problemas comerciales, la Organización Internacional de Comercio, no llegó a nacer por la no ratificación de lo acordado en la Conferencia de sobre Comercio y Empleo que se celebró en La Habana, pero fue parcialmente sustituido por un Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio –el GATT 1948– que, en 1995, quedó incorporado, junto con todas sus modificaciones posteriores, a la Organización Mundial de Comercio. Durante cuarenta y siete años, el GATT completó el “orden” económico internacional instaurado en los años cuarenta, cuya idea dominante era la creación de unos foros internacionales, de carácter permanente –los organismos económicos internacionales– en cuyo seno los países discutieran, confrontaran sus puntos de vista y resolvieran sus diferencias por la vía de la cooperación.

Nacen así las principales instituciones financieras internacionales –el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial– como entidades gemelas, pero con objetivos bien diferenciados en su origen. El FMI, encargado de elaborar un código de conducta en materia monetaria internacional, se ocuparía de todo lo relativo a tipos de cambio y restricciones a los pagos internacionales; establecería un sistema de pagos multilateral y no

discriminatorio, lo cual obligaba a evitar el bilateralismo, y determinaría las condiciones en las que estaría dispuesto a financiar –con créditos a corto y medio plazo–, a los países con desequilibrios de balanza de pagos, para evitar que se vieran obligados –o simplemente tentados– a adoptar medidas restrictivas. El BM, por su parte, tenía, de acuerdo con su denominación original, dos objetivos: uno de carácter temporal, la “reconstrucción”, y otro de carácter permanente, la ayuda al desarrollo, mediante préstamos a muy largo plazo que complementaran los flujos de capital, tanto públicos como privados, por otra parte casi inexistentes en la época. El peso principal de la reconstrucción sería finalmente afrontado por los Estados Unidos mediante préstamos concedidos a países de diferentes zonas, al iniciarse las tensiones entre los dos bloques; en Europa se hizo a través del Programa de Recuperación Europea, 1948, más conocido como Plan Marshall.

Así pues, FMI, BM y GATT –haciendo el papel de un organismo, pese a no serlo formalmente– fueron los nuevos foros internacionales en los que se realizaría la cooperación entre los países en materia monetaria, de financiación del desarrollo y en el campo comercial, respectivamente. Unos foros que se establecieron abiertos a la participación de todos; es decir, que a los vencedores en la guerra y a los países neutrales, que participaron en ellos desde su creación, se unirían otros países ya existentes, incluso los vencidos, así como los nuevos países que se crearon, principalmente, por el proceso de descolonización. La separación del mundo en dos bloques en los años siguientes, como consecuencia de la guerra fría, supuso un largo paréntesis para el logro de este objetivo de universalidad de la organización internacional, que no se ha podido conseguir hasta los años noventa, lo que, por otra parte, ha planteado nuevas exigencias de adecuación de los organismos existentes.

1. El Fondo Monetario Internacional

El objetivo fundamental de la planificación en materia monetaria internacional era evitar el estado caótico de la economía mundial en los años treinta (Varela, M., 1969). La ausencia total de cooperación económica entre las naciones agravó los desequilibrios de todo tipo y la inestabilidad de los tipos de cambio y condujo a limitaciones a las transacciones y a los pagos. Pese a sus inconvenientes, muchos países recurrieron al bilateralismo como el único mecanismo que hacía posible el comercio.

Después de la guerra, se trató de poner fin a esa dinámica que había llevado la desintegración interna-

cional a sus cotas máximas. El nuevo sistema monetario internacional que los países iban a pactar en el FMI, y que éste debería administrar, se edificó sobre una piedra básica: los tipos de cambio fijos de las monedas que los respectivos países establecerían al fijar su paridad en términos de oro o dólares, ligados entre sí por la relación de convertibilidad de una onza igual a 35 dólares. Los países se comprometían a mantener sus tipos de cambio dentro de un estrecho margen de fluctuación de ± 1 por 100, como máximo. Con esta decisión se pretendía conseguir una estabilidad cambiaria apreciable, evitando los problemas que se habían producido en los años treinta. Por otra parte, convencidos como estaban los “padres” de Bretton Woods de los cambios producidos en la economía mundial desde el abandono por parte del Reino Unido del patrón oro, en 1931, no quisieron eliminar la posibilidad de modificaciones cambiarias en el futuro. Estos “reajustes”, dicho con terminología más moderna, absolutamente vedados en régimen de patrón oro, constituirían en el sistema de Bretton Woods un elemento de flexibilidad que se juzgaba necesario en la nueva situación.

De todas maneras, se pensó en la modificación cambiaria como un recurso excepcional cuya adopción debería ser siempre aceptada por el FMI, para que quedara claro que el tipo de cambio era un problema de “interés general”. Además, con el propósito de evitar devaluaciones competitivas –un terrible recuerdo de los años treinta–, se sometió a dos condiciones: que el país tuviera un “desequilibrio fundamental” –término que, por cierto, nunca se definió– y que se justificase el porcentaje en el que se pretendía devaluar.

En la práctica, la interpretación fue aún más restrictiva, y no solamente por parte del FMI, sino también de los propios países; se puede decir que entre los países industriales las devaluaciones no estuvieron de moda durante la vigencia del sistema de Bretton Woods, y el recuento de éstas es muy corto. Más aún lo fue el número de las revaluaciones realizadas, sometidas por el Convenio Constitutivo del FMI al mismo condicionamiento.

Los creadores de Bretton Woods pensaron en reunir dentro del mismo sistema lo mejor de dos concepciones en principio alternativas: a corto plazo, la estabilidad del patrón oro; a largo, la capacidad de ajuste de la modificación cambiaria. Al principio pareció que ello era posible, pero lo que se consiguió en la última parte de los sesenta fue, más bien, lo peor de ambos sistemas. Una de las ventajas del patrón oro había sido la facilidad con que un país podía financiar su déficit de balanza de pagos, atrayendo capital. Por el contrario, se ha dicho que bajo un sistema de tipos de cambio

ajustables, cuando un país necesita en mayor medida atraer dichos capitales es justamente cuando su capacidad para mantener el tipo de cambio está bajo sospecha, lo que le impedía lograr su objetivo.

Otra decisión importante adoptada en Bretton Woods fue limitar el ámbito de competencias del FMI a los pagos por cuenta corriente, dejando al margen los movimientos de capital –aún hoy es así–, cuyo comportamiento en los años comprendidos entre las dos guerras mundiales no había sido precisamente favorecedor del equilibrio internacional. Sin embargo, la convertibilidad externa de las principales monedas, desde finales de 1959, y el cambio de una situación de escasez de dólares, durante los primeros años de postguerra, a otra de mayor equilibrio, que, a su vez, iba a dar paso a una abundancia relativa de dicha moneda, permitió a algunos países iniciar una liberalización –al principio más bien tímida– de los flujos financieros y un desarrollo de los correspondientes mercados. Esta liberalización incipiente de los movimientos de capital, en principio deseable desde el punto de vista de una mejor asignación de los recursos a escala internacional, reveló algo que en años más recientes se ha apreciado con más claridad: la difícil compatibilidad entre un sistema de cambios fijos ajustables y la mencionada libertad de capitales. En efecto, cuando los agentes económicos perciben que puede haber incompatibilidad entre los objetivos internos de política económica y el mantenimiento del tipo de cambio, los movimientos especulativos pueden convertirse en un factor decisivo que imponga su modificación. Así, la desconfianza en el dólar, principal moneda de reserva, obligó a Estados Unidos a suspender la convertibilidad oro de su moneda. Y, no conviene olvidarlo, ésta era la piedra angular sobre la que se había edificado el sistema de Bretton Woods. Ello ocurrió en verano de 1971, siendo Nixon Presidente de los Estados Unidos. El sistema monetario instaurado en la posguerra, y que había funcionado satisfactoriamente durante un cuarto de siglo, desapareció bajo el peso conjunto de sus defectos propios y de las exigencias derivadas de la nueva situación de la economía mundial (Varela, M. y Varela, F., 1974).

Durante unos pocos años, los hechos impusieron un sistema variado de tipos de cambio que, después de un período de estudios y discusiones en varios foros, se formaliza en 1978, dando lugar al sistema actual, que algunos han calificado como “no sistema”, al permitir la libre elección por parte de cada país del sistema cambiario que prefiera, elección que puede modificarse en cualquier momento sin condicionamiento previo. Dicho sistema está sólo sometido a la obligación, de carácter general, de cooperar con el FMI y con los países miembros para que las relaciones cam-

biarias sean estables y funcionen de manera satisfactoria, y a la prohibición de establecer una paridad fija en términos de oro. Ello ha permitido configurar el llamado “sistema de flotación”, ya que éste es el régimen cambiario adoptado por los principales países, aunque otros muchos sigan vinculando sus monedas a otra moneda –frecuentemente el dólar– o a una cesta de monedas.

Este sistema, radicalmente distinto del que funcionó hasta los años setenta, se ha comportado mejor de lo que habían anunciado sus enemigos tradicionales –que llegaban, en algunos casos, a pronosticar un colapso del comercio y los pagos internacionales que la realidad ha desmentido–, pero no tan bien como preveían los defensores de los cambios flexibles, que suponían que los gobiernos podrían despreocuparse del problema del equilibrio exterior, cuya solución se encomendaba al mercado, y centrarse en el diseño y la aplicación de las políticas económicas que la situación económica interna demandara en cada momento. Nada de esto ha sucedido. Ningún gobierno se ha “despreocupado” del tipo de cambio, aunque haya desaparecido la “sacralización” de éste y la necesidad de subordinar toda la política económica a su mantenimiento, propia del sistema de tipos de cambio fijos (Varela M. y Varela, F., 1998).

La modificación del sistema de cambios es la más importante ocurrida en el sistema monetario internacional, y por lo tanto en la vida del FMI, pero no es la única. En efecto, junto a su función normativa, a la que nos hemos referido hasta ahora, el FMI cumplía una función financiera. Basada en las cuotas aportadas por los países miembros –desembolsadas sólo en parte– la institución estaba pensada para prestar a los países en dificultades de balanza de pagos. Se trataba de unos préstamos a plazos de entre tres y cinco años, en principio, sometidos a “condiciones”, que se concretaban en un plan de ajuste, que debía ponerse en práctica mientras se recibía la financiación, para corregir la situación inicial de desequilibrio y las políticas anteriores que habían obligado al país a pedir la ayuda del FMI. La condicionalidad trataba, por un lado, de que el país corrigiera los errores cometidos y, por otro, de hacer posible que el FMI pudiese recuperar, en los plazos previstos, los recursos prestados y estar en condiciones de atender a nuevos países en dificultades, teniendo en cuenta que sus disponibilidades nunca serían ilimitadas.

Esta función financiera ha resultado, también, modificada por la evolución de los acontecimientos. Y ha sido, una vez más, la liberalización creciente de los movimientos de capital y el desarrollo de los mercados financieros el factor decisivo. Desde que esta evolución

comenzó a producirse, los países industriales han recurrido poco o nada al Fondo, y han procurado –y, en general, conseguido– financiar sus desequilibrios en los mercados internacionales. Primero en los euromercados, y más tarde en los propios mercados nacionales. Los “clientes” del FMI se fueron reduciendo a países en desarrollo, e incluso una buena parte de éstos tuvieron acceso a los mercados a partir de los años setenta, lo que les permitió, en ocasiones, evitar la condicionalidad de aquel organismo. Este hecho no tuvo tan sólo consecuencias positivas: durante los años setenta se gestó el problema de la deuda exterior de los países en desarrollo, que se manifestó en el verano de 1982 con la crisis desatada por la suspensión de pagos de México. Una crisis, en definitiva, que volvió a cerrar el acceso de la mayoría de los países en desarrollo a la financiación bancaria, obligándoles a acudir de nuevo al Fondo Monetario Internacional.

Durante las últimas décadas sólo países en desarrollo han recurrido a los préstamos del FMI. Por ello, son los únicos a los que se aplica la condicionalidad, lo cual puede ser interpretado como una forma de discriminación. Por otro lado, los países industrializados, que es altamente improbable que se vean obligados a solicitar la ayuda del FMI, tienden a distanciarse de este organismo, al que consideran un peticionario de recursos por varias vías –aumentos de cuotas, acuerdos de préstamos, aportaciones a ciertos servicios financieros específicos, etc.– cuya utilización será en beneficio de países que no pueden recurrir a los mercados internacionales.

Desde la crisis del petróleo de los años setenta y la de la deuda exterior de los ochenta, al centrarse los préstamos en países en desarrollo, los desequilibrios han tendido a enquistarse, las situaciones de déficit se han hecho más duraderas y su corrección ha exigido, por ello, medidas más complejas, que requieren plazos más largos para producir sus efectos. Los tres a cinco años previstos para la devolución al FMI de los recursos aportados por éste se han tenido que superar, llegándose hasta los diez años, con períodos largos de carencia, al tiempo que se han ido creando nuevos “servicios financieros” para atender finalidades ligadas con el desarrollo o con la transformación sistémica de los países que han abandonado la planificación central, sustituyéndola por una economía de mercado.

2. El Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo

El BM inició su actividad prestando a países –europeos y asiáticos– dañados por la guerra. La evolución

política y la gran cuantía de recursos necesarios determinaron la preferencia del “único donante” de la época, Estados Unidos, por el sistema de la ayuda directa que, en Europa, donde habría de alcanzar su máximo nivel, se concretó en el Plan Marshall, aprobado en 1948 y cuya aplicación duró cuatro años. Si importante fue dicha ayuda desde el punto de vista cuantitativo, mayores fueron sus efectos indirectos al sentar las bases de una cooperación económica regional en el seno de la Organización Europea de Cooperación Económica (OECE), en la que, además, dentro del clima de cooperación que se creó, habrían de surgir, años más tarde, proyectos más ambiciosos, como la Comunidad Económica Europea, hoy Unión Europea.

El BM pudo, así, centrarse en la ayuda al desarrollo, que era su objetivo permanente. La filosofía política que profesaban los países vencedores en la guerra defendía la utilización de los mercados, es decir, la inversión privada. Pero los participantes en la conferencia de Bretton Woods estaban convencidos de que la financiación privada transfronteriza sería manifiestamente insuficiente, y pensaron que junto a ella –y a la inversión pública en la medida en la que pudiera existir– debería haber un sistema de inversión “institucional”. Un organismo internacional que realizaría una tarea de intermediación entre aquellos países con excedente de ahorro y aquellos otros con escasez “crónica” de él para atender las necesidades de su desarrollo económico. Cuando se ponen en marcha los planes económicos para la posguerra, la preocupación por el tema del desarrollo se centra de forma principal –y casi única– en su financiación. Hasta la década de los años sesenta no se produciría un reconocimiento de la necesidad de un enfoque global de tales problemas, entre los que la financiación no es sino una parte, aunque muy importante. Esta nueva concepción se plasmó, entre otras cosas, en la aparición de la UNCTAD (Conferencia Mundial de Comercio y Desarrollo), la aprobación de la Parte IV del GATT, sobre “Comercio y Desarrollo” y, en general, en el intento de crear un nuevo clima, más favorable, respecto a dichos problemas.

El BM, que se creó al mismo tiempo que el FMI, cuenta con unos recursos propios constituidos por el capital y las reservas acumuladas. El capital, que ha sido aumentado en varias ocasiones, es suscrito y parcialmente desembolsado por los países miembros, que han de ser, necesariamente, miembros del FMI. De hecho, las cuotas asignadas en este organismo son la referencia utilizada para determinar las participaciones respectivas en el capital del BM, cuya actividad prestamista no se basa tan sólo en los recursos propios, sino también en recursos ajenos procedentes de los em-

préstitos que emite en los mercados de capitales. La institución se endeuda en ellos, manteniendo una limitación muy prudente y conservadora, de uno a uno entre endeudamiento y capital suscrito, frente a relaciones de quince veces o más en las instituciones comerciales privadas. El papel principal del capital del BM es constituir la garantía que permite emitir dichos empréstitos en las mejores condiciones del mercado.

Desde el comienzo de sus actividades, el BM ha tenido que evolucionar –lo mismo que el FMI–, para adaptarse a circunstancias cambiantes y enfrentarse a nuevos retos. En esta evolución cabe distinguir tres aspectos. Por una parte, los requisitos y las características técnicas de sus operaciones; por otra, sus empréstitos en los mercados, incluidas las condiciones financieras, y por último, la evolución propiamente institucional que ha llevado a la creación del llamado Grupo del Banco Mundial (GBM) y al establecimiento de relaciones de colaboración con otros organismos internacionales, incluidas las organizaciones no gubernamentales.

Las operaciones del BM han de cumplir determinados requisitos de acuerdo con lo dispuesto en sus Estatutos. De acuerdo con ellos, el BM debe: actuar “con prudencia” –ya nos hemos referido a la relación entre fondos propios y ajenos–; tener en cuenta la solvencia del país en cuestión; exigir, siempre, la garantía del gobierno; prestar, principalmente, para proyectos concretos, y actuar como prestamista marginal, es decir, en ausencia de otros posibles prestamistas. Además, se pensaba que los préstamos en moneda extranjera sólo deberían emplearse para adquirir bienes y servicios en el exterior. Durante la vida del BM se han debido flexibilizar muchos de estos requisitos. La solvencia del país continúa siendo importante, concediéndose los préstamos sólo a países con capacidad previsible para devolverlos en los plazos acordados. La garantía del gobierno se continúa exigiendo, excepto en los préstamos de la Corporación Financiera Internacional, uno de los organismos afiliados al BM, de creación posterior. Pero la exigencia de financiar proyectos concretos ha cedido a favor de la financiación de programas, lo que ha supuesto una mayor flexibilidad; se ha tendido a admitir gastos locales, en moneda nacional por lo tanto, que constituyeron, en ocasiones, un obstáculo al desarrollo de los proyectos, y, por supuesto, el requisito de que el BM fuera prestamista marginal no ha tenido relevancia práctica alguna, quizás porque no han abundado financiaciones para proyectos –y menos para programas– de desarrollo.

Al mismo tiempo, se ha producido una evolución en el destino de los préstamos. Desde el punto de vista funcional, los primeros préstamos se centraron en los

sectores de energía, transportes y agricultura; hoy día, la mayor parte van dirigidos al alivio de la pobreza y al desarrollo rural, junto con el ajuste estructural y los temas relacionados con la reducción o condonación de la deuda exterior. El medio ambiente y los recursos humanos cobran cada vez más importancia. Desde el punto de vista geográfico, ha tendido a prestar principalmente a países de renta media, como consecuencia del importante papel otorgado a la capacidad de amortización puntual de los préstamos. Ésta fue una de las razones que motivó la creación de la Asociación de Desarrollo Internacional, como agencia especializada en la financiación a muy largo plazo, y en condiciones concesionarias, de los países en desarrollo, dando preferencia absoluta a los de rentas más bajas. En períodos recientes se trata de conseguir que mayores porcentajes se dediquen a países al Sur del Sahara y, en general, a los países más pobres.

En la actividad prestamista del BM tiene una importancia creciente, desde los años setenta, después de la crisis del petróleo, la cofinanciación, que se realiza utilizando fuentes oficiales –gobiernos e instituciones financieras multilaterales– fuentes privadas –como bancos comerciales, compañías de seguros, fondos de pensiones y otras instituciones financieras–, y organismos de crédito a la exportación. Esto permite potenciar su actuación, al sumar recursos de otras fuentes.

Desde el punto de vista de los empréstitos, también se registran cambios. El BM es un prestatario sofisticado que distribuye su endeudamiento entre los principales mercados y monedas. Los préstamos procura realizarlos utilizando un limitado conjunto de monedas, en general con tipos de interés bajos. Las operaciones de *swap* de divisas le permiten diversificar las fuentes de financiación y aumentar su capacidad para disponer de monedas con tipos de interés nominales reducidos.

Nos referimos, por último, a su evolución institucional, que ha conducido a la existencia del llamado GBM, la mayor fuente de ayuda multilateral existente en la actualidad. El proceso se inició en 1956 con la creación de la Corporación Financiera Internacional, que se ocupa de canalizar recursos para estimular al sector privado en los países en desarrollo, y que aporta dos novedades importantes: la no exigencia de aval gubernamental y la posibilidad de participar en el capital de empresas que puedan favorecer el desarrollo, para conseguir su impulso y promoción.

En 1960 nació un nuevo organismo –la Asociación de Desarrollo Internacional– pensado para prestar a los países más atrasados, que difícilmente pueden soportar las condiciones financieras de los préstamos del BM. La

Asociación otorga préstamos blandos –sin interés, aunque con una pequeña comisión, y con plazos y períodos de carencia largos– de los que pueden beneficiarse tan sólo países con rentas por cabeza muy bajas.

En 1966 nació el Centro Internacional de Arbitraje sobre Diferencias en materia de Inversiones (CIADI), y en 1988, el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (OMGI), que completan el GBM y que, a diferencia de los anteriormente citados, no tienen actividad prestamista, aunque promueven, por varios procedimientos, los flujos de capital privado hacia los países en desarrollo.

Se admite, con bastante generalidad, que el GBM ha desempeñado un papel importante para impulsar el desarrollo y que ha contribuido de manera significativa a canalizar fondos hacia dichos países. Sin embargo, tal conclusión no surge de los préstamos directos, sino de su importante función como catalizador de fondos. Se estima que por cada dólar que aporta el Banco, otras fuentes proporcionan dos dólares, relación que en las operaciones de cofinanciación pasa a ser de uno a cuatro, e incluso de uno a seis en operaciones de la Corporación Financiera Internacional. Y esto es muy importante, sobre todo para aquellos países que no tienen acceso a la financiación privada, e incluso para aquellos que lo tienen, cuando los mercados reducen las cuantías facilitadas, como ocurre en los períodos de crisis.

Las IFI de Bretton Woods no han dejado de recibir críticas. A las iniciales basadas en razones ideológicas se han añadido, más tarde, otras más puntuales y concretas, además de las propias de los defensores a ultranza del mercado, que, por principio están en contra de los principios de regulación y organización que están en la filosofía de los organismos internacionales. Hay que reconocer que estas críticas se han dirigido con preferencia al FMI, aunque también han afectado al BM. Quizá no ha sido ajeno a ello el hecho de que el BM, sobre todo desde 1995, ha procurado no desconocer dichas críticas, o al menos una parte de ellas, y, en consecuencia hacer un nuevo diseño de sus actividades y de sus políticas e involucrar en sus tareas de manera creciente al sector privado y a las ONG, que sostienen hoy una parte de las críticas inspiradas por países que entonces estaban al margen, pero que hoy participan de las IFI y aceptan sus objetivos y sus políticas.

II. LAS CRISIS MONETARIAS Y EL CAMBIO DEL ENTORNO

Como se deduce del apartado primero, no se

puede afirmar que los organismos creados en Bretton Woods hayan permanecido estáticos e indiferentes a las variaciones del entorno económico. Pero su adaptación ha ido por detrás de la realidad. Probablemente, no podía ser de otra manera. El cambio de cualquier institución, incluso nacional, es siempre lento y difícil. Mucho más difícil resulta en una institución internacional que sólo puede hacerlo en la medida en que exista consciencia de la necesidad de adaptarse a la nueva situación y acuerdo entre los países sobre cómo hacerlo.

Durante el medio siglo largo de existencia del FMI y el BM, el mundo ha cambiado dramáticamente, tanto política como económicamente. De un mundo basado en la bipolaridad y el enfrentamiento entre bloques con distinto sistema político y económico se ha pasado a otro más polivalente, con tres actores básicos –Estados Unidos, Unión Europea y Japón–, y en el que otros países o grupos de países también juegan un papel relevante. En ese mundo, los países en desarrollo constituyen un grupo cada vez menos cohesionado y, por tanto, menos capaz de adoptar posiciones conjuntas; aunque, quizá, más apto para conseguir acuerdos regionales limitados, pero válidos.

En ese contexto político diferente, la evolución económica ha llevado a un peso creciente del mercado como eje de la organización económica. Las fuerzas del mercado juegan un papel más relevante que en décadas anteriores, tanto en su actuación dentro de los países como internacionalmente. Ello ha facilitado la creciente globalización económica, una de las características del mundo actual. En este ámbito, merecen mención especial los movimientos de capital, cuya movilidad se ha acelerado en los últimos diez o quince años, con una considerable influencia sobre el funcionamiento de los mercados monetarios y financieros, incluida la posibilidad de crear inestabilidad en ellos. Esto ha contribuido a variar el ámbito de actuación del FMI y el BM, aspecto al que nos referimos en el presente apartado.

El proceso de liberalización de los movimientos de capital se inició en los años setenta, pero sólo recientemente ha ganado profundidad y generalización. Antes de la segunda mitad de los años ochenta, la internacionalización se produjo principalmente a través de los mercados *off-shore*: del mercado de eurodivisas; y después, especialmente en los años ochenta, mediante el desarrollo de euromercados sin intermediación bancaria (Eurobonos, Europapel Comercial, etcétera). Pero la segunda mitad de los ochenta y el principio de la última década se han caracterizado por el desarrollo de la financiación a través de los mercados

nacionales, utilizando principalmente el vehículo de la deuda pública. Ha habido una internacionalización sin precedentes de los mercados financieros hasta entonces típicamente nacionales.

Esta creciente internacionalización de los mercados nacionales ha sido potenciada por otro cambio estructural: el crecimiento de la inversión institucional. En los mercados financieros ha habido una concentración de la inversión en grandes entidades especializadas. Entidades que están en mejores condiciones que cualquier otro inversionista para afrontar los problemas y riesgos que implican las inversiones transfronterizas.

Factores técnicos e innovaciones financieras han contribuido también al aumento de las operaciones transfronterizas de capital y a la internacionalización creciente de las carteras: las innovaciones financieras, al crear nuevos instrumentos que permiten tomar posiciones en divisas extranjeras o modificar los riesgos antes asumidos; los desarrollos técnicos, especialmente los informáticos y de comunicaciones, al facilitar la realización de operaciones y el control de sus riesgos.

De esta forma, durante las dos últimas décadas del siglo XX, la financiación internacional ha experimentado un cambio radical, y los flujos de capital se han movido con un grado de libertad que contrasta con el existente a lo largo de la mayor parte de dicho siglo. Coincidiendo con la finalización de éste, varios estudios han destacado los paralelismos –y también las diferencias– entre el fin de ambas centurias respecto a la liberación de los flujos financieros (Bordo *et al.*, 1998; Baldwin y Martín, 1999; y Varela, F., 1996). Esta expansión de la inversión internacional ha llevado a que su volumen total se cifre, en la actualidad, en torno a los 4 billones de dólares.

La movilidad de los capitales que se invierten internacionalmente tiene un efecto muy favorable, al implicar una mayor eficiencia. Tanto los países industriales como un número apreciable de países en desarrollo se han beneficiado de ella. Estos últimos han experimentado dos oleadas principales de entrada de dichos flujos. La primera, en los años setenta, estuvo constituida por flujos que, en su mayor parte, eran de origen bancario y tuvieron como destinatarios a los estados. La segunda, más importante en su cuantía, ocurrió en los noventa, y en ella los bancos desempeñaron un papel menos relevante. Sus principales componentes fueron inversiones de cartera e inversiones directas de empresas. Las entidades privadas, y no los estados, fueron los receptores principales de fondos, a diferencia de lo que había ocurrido en los setenta.

Este fuerte flujo de entradas de capital ha tenido también algunas connotaciones negativas. Entre ellas, la más relevante es la abundancia e intensificación de las crisis monetarias y bancarias, de las que la última década del siglo ha dejado buena muestra. Durante ella se han producido diversas crisis caracterizadas por el papel determinante desempeñado por los movimientos de capital y por la aparición de fenómenos de contagio que afectaron a otros países, a veces aparentemente poco relacionados con el inicialmente afectado.

Ya antes de los noventa hubo crisis monetarias en las que los movimientos de capital desempeñaron un papel relevante. Dejando aparte la que afectó al dólar a principios de los setenta, la más importante fue la crisis de la deuda que se inició con el impago de México en 1982 y se propagó muy pronto a un considerable número de países en desarrollo. Dicha crisis guarda similitudes con las crisis de los noventa, pero con una diferencia fundamental: si bien provocó una interrupción de los créditos bancarios que dichos países habían venido recibiendo en la década anterior, no se produjo una salida súbita de tales fondos, ya que el proceso consistió, primero, en el impago y, después, en la renegociación de la deuda. Los bancos no tuvieron en sus manos la posibilidad de retirar fondos, y además, al principio, tuvieron que aceptar la concesión de otros nuevos, al menos en las renegociaciones de la deuda de los países más importantes. Por el contrario, en las crisis de los años noventa, con mayor desarrollo de la inversión de cartera y con la deuda incorporada en títulos negociables, la salida especulativa de fondos tiene un carácter determinante en la iniciación de la crisis y en su intensidad, con grave impacto inmediato en el mercado de cambios. Por eso las crisis de la última década ofrecen una perspectiva distinta.

La primera crisis de esta índole fue la que se produjo en 1992 entre países europeos, en su mayor parte participantes en el Sistema Monetario Europeo. Éstos habían venido disfrutando de un largo período de estabilidad cambiaria durante la segunda parte de los años ochenta y principios de los noventa. Durante él, la estabilidad de los tipos de cambio entre monedas europeas tiene credibilidad, y los movimientos de capital hacia países con tipos de interés relativamente altos les permiten no sólo financiar desequilibrios de balanza por cuenta corriente, a veces elevados, sino acumular reservas crecientes, e incluso que sus monedas tiendan a apreciarse. Esta credibilidad se reforzó con la negociación y firma de los Acuerdos de Maastricht, al convertirse en una condición para participar en la futura Unión Monetaria Europea el no haber realizado modificaciones cambiarias. Durante los años anteriores a 1992, los inversores estimaron que podía asumirse el

riesgo de invertir en títulos con rendimiento relativamente elevado, como los de Italia y España. Este idilio entre los inversores y los países europeos con rentabilidades altas llegó a término abruptamente en 1992. La razón económica de fondo que motivó el cambio de postura fue la unificación alemana y las alteraciones que produjo en los equilibrios económicos y monetarios del país, al aumentar tanto el gasto público (inversión en infraestructuras y compensación por desempleo, principalmente) como el gasto privado (anticipación de mejoras en los salarios reales). Al no existir un aumento similar por el lado de la oferta, esta presión excesiva sobre los productos alemanes sólo hubiera podido ser compensada, a corto plazo, mediante una revaluación del marco que disminuyera la demanda de bienes comercializables. Ésta fue, inicialmente, la postura respaldada por el Bundesbank. Sin embargo, no resultó una política aceptable para otros países, especialmente para Francia, que aspiraban a forzar una política más expansiva del Banco Federal Alemán (Eichengreen y Wyplosz, 1993). Esto no se consiguió, dejando latente un grave desequilibrio que explotaría a mediados de 1992.

El disparador fue político. El resultado negativo del referéndum danés sobre la participación del país en los Acuerdos de Maastricht y la incertidumbre sobre otros que se anunciaban, incluido el francés, puso en duda el futuro de la integración monetaria europea y, con ello, la credibilidad de que habían gozado las monedas de los países cuyos tipos de interés elevados les habían permitido atraer fondos en el período precedente. Coincidió esto con el empeoramiento coyuntural, avanzado ya en Estados Unidos y en el Reino Unido pero que comenzaba a afectar a otros países europeos, excepto Alemania, donde el incremento del gasto público retrasó su aparición.

Los inversores apreciaron la incompatibilidad entre la austeridad exigida por el mantenimiento de la paridad externa y la conveniencia de una política más expansiva, derivada de la situación coyuntural. El ataque especulativo era una consecuencia lógica y no puede sorprender que varias monedas europeas los sufrieran sucesivamente, casi hilvanados unos tras otros, obligando a algunas de ellas a devaluar o a separarse del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, del que hasta entonces formaban parte. Así, Italia e Inglaterra tuvieron que abandonar el Sistema al finalizar el verano de 1992; también cabe mencionar a Suecia, que aunque no formaba parte formalmente del Sistema, de hecho mantenía una fijación equivalente de su tipo de cambio. Por su parte, otras monedas como la peseta, el escudo y la libra irlandesa tuvieron que devaluar en distintos momentos y, en algunos

casos, más de una vez. Finalmente, ante ataques especulativos de gran magnitud contra el franco francés, las reglas del mecanismo de cambios tuvieron que ser modificadas sustancialmente, al permitir unos márgenes de fluctuación de ± 15 por 100, en el verano de 1993. Se evitaba así la devaluación de las monedas a costa de variar las reglas del juego.

Dos observaciones finales merecen mencionarse sobre esta crisis de las monedas europeas. La primera es que las caídas de los tipos de cambio fueron fuertes, considerablemente superiores a cualquier estimación previa respecto a la sobrevaloración de las monedas y de lo que hubieran podido sugerir los diferenciales de los tipos de interés en el período precedente. La segunda es que la recuperación posterior fue relativamente rápida para los países que devaluaron y no se originaron graves presiones inmediatas sobre los precios (Dornbusch *et al.* 1995, pág. 244). Esto contrasta con lo ocurrido después de las otras crisis a las que nos referiremos.

Dos años más tarde, en 1994, se produciría la crisis de México y sus efectos posteriores sobre otros países. Esta crisis enfrentó al FMI ante una nueva situación: no era un problema derivado de desequilibrios básicos en la economía del país –al menos no principalmente–, sino que se trataba de una situación causada por la movilidad de capitales y que, además, originó un rápido contagio a otras economías, algunas de ellas sin problemas aparentes. El Sr. Camdessus, director gerente del FMI, la calificó como la primera crisis del siglo XXI, dando a entender que podría haber otras similares en el futuro. Lo que quizá no preveía es que no sería la última del siglo XX.

Aunque no existe unanimidad sobre las causas últimas que motivaron la crisis, generalmente se reconoce que no puede atribuirse al déficit fiscal –determinante en las explicaciones tradicionales de las crisis– ya que éste no alcanzaba niveles particularmente altos. Se aprecia una mayor relación con el déficit de la balanza corriente, que había alcanzado una cuantía considerable. Sin embargo, el país había registrado déficit comparables en períodos precedentes. Resulta evidente que motivaciones políticas y económicas hicieron insostenible en aquel momento lo que, en otras épocas, había constituido un déficit sostenible, originando una fuga de capitales, una fuerte devaluación del peso y otras graves repercusiones internas. Por otra parte, de forma rápida, monedas de otros países, algunos de ellos sin mucha relación con los problemas de la economía mexicana, se vieron afectados por lo que pronto se bautizó con el nombre de “efecto tequila”. Se necesitaron varias semanas para que los mercados finan-

cieros empezaran a discriminar entre los países afectados y casi tres meses para que la crisis quedara circunscrita a países con desequilibrios básicos.

La crisis de México dio lugar a una actuación relativamente rápida –para los hábitos del FMI– y movilizó recursos en un volumen sin precedente, que junto con otros procedentes de Estados Unidos y otros países, consiguieron un efecto satisfactorio: el efecto tequila quedó circunscrito a unos pocos países con problemas internos, y México fue encontrando salida, aunque laboriosa, a su situación. Desde un principio, la actuación del FMI fue criticada, sobre todo en medios europeos, por el empleo de dinero público para hacer frente a las obligaciones que el país tenía con inversores, principalmente norteamericanos, que se habían beneficiado durante el período precedente de la alta rentabilidad de sus activos mexicanos. Aparte del problema de equidad que ello planteaba, algunos economistas señalaron entonces que esa actuación podría suponer un mal precedente, al hacer más proclives al riesgo a unos inversores que esperarían actuaciones similares del FMI, y de los gobiernos, en el futuro. Es decir, aumentaría el denominado riesgo moral.

Esto ha sucedido con la tercera de las grandes crisis de los noventa, la asiática, que comenzó a mediados de 1997. Una crisis con connotaciones específicas, pero similar en lo fundamental: el carácter decisivo de los movimientos de capital. La crisis se inició en Tailandia, país que tenía problemas de desequilibrios fundamentales en su economía, pero se extendió con gran rapidez a Indonesia, Malasia y Filipinas y a otros países del Este de Asia donde la existencia de problemas no era tan clara o, más aún, donde tales problemas no se habían presentado. En todos ellos hubo un colapso de gran magnitud en los tipos de cambio y una caída de tal intensidad en los precios de diversos tipos de activos que puso en peligro la supervivencia de muchos intermediarios financieros y empresas. Al mismo tiempo, el aumento de precios de las importaciones determinó una paralización de sus economías. Con ello concluye un largo período de expansión de dichos países sin precedente en la historia económica reciente.

La gestación de la crisis reflejó, principalmente, problemas microeconómicos, y la debilidad de los sistemas financieros fue decisiva en su origen y desarrollo. Esa debilidad ya había causado problemas graves a la economía mexicana, algunos todavía pendientes de solucionar. Pero en este país apareció como una consecuencia posterior, mientras que en el caso asiático las crisis monetaria y financiera aparecieron entreteljadas desde el inicio.

Otra característica diferencial de la crisis asiática es el carácter mucho más amplio y prolongado –geográficamente y en el tiempo– del fenómeno de contagio que originó. En los meses iniciales afectó sólo a los países del Sudeste asiático, pero a partir del otoño de 1997 se extendió a otros países del Este de Asia. Incluso economías relativamente sólidas, como las de Hong Kong, Singapur y Taiwan, sufrieron fuertes ataques especulativos que finalmente pudieron ser contrarrestados. No fue este el caso de Corea, un país industrial con renta per cápita bastante elevada, que a finales de año sufrió sus consecuencias y se vio fuertemente afectado por la situación.

Este prolongado y desigual proceso de contagio que se produjo en el período 1997-1999 fue debido a la combinación y potenciación mutua de dos crisis de distinta naturaleza, aunque interrelacionadas: la del Sudeste asiático y la de Japón.

Cuando, en la primavera de 1998, la situación en todos esos países parecía empezar a estar bajo control, una mayor caída del nivel de actividad de la economía japonesa y algunos graves problemas de su banca iban a provocar una nueva vuelta de tuerca a la situación de la zona.

La turbulencia continuó, y se extendió, con la crisis rusa del verano de 1998. Ésta tuvo componentes específicos derivados de la situación del país, pero también tuvo características monetarias comunes a otras situaciones que hemos visto: antes de producirse, existieron fuertes flujos de recursos que entraron en el país buscando ganancias elevadas y sin muchas preocupaciones por los riesgos. La crisis se produjo de forma súbita e hizo que los inversores no tuvieran prácticamente posibilidades de liquidación. Muchas de las inversiones realizadas dejaron de tener un valor de referencia durante un cierto tiempo, originando severas pérdidas e incertidumbre para las entidades inversoras, algunas de ellas fuertemente apalancadas con créditos bancarios. El nerviosismo que se apoderó de los mercados financieros hizo que la crisis se extendiera a muchos otros países hasta entonces no muy afectados, como los latinoamericanos. En todos ellos hubo ventas importantes de títulos y las cotizaciones cayeron, subiendo los tipos de interés. Durante unos meses, la financiación externa de estos países prácticamente desapareció. Entre ellos, Brasil fue señalado, desde el principio, como uno de los países que más probablemente podría sufrir una crisis monetaria. Ésta tendría lugar en enero de 1999 e iba a marcar un momento especialmente delicado en la posible extensión de la crisis a otros países de América Latina. El carácter crítico de la situación brasileña y sus posibles efectos re-

percutirían en una importante actuación internacional, desde la instrumentación de fuertes ayudas hasta las reducciones de tipos de interés que adoptaron tanto Estados Unidos como los países europeos. Todo ello, junto con la buena respuesta de la economía brasileña y la fuerte marcha de la economía en Estados Unidos, fueron las principales circunstancias que permitieron que hacia mediados del año 1999 pareciera ya superado lo peor de la crisis en la región.

La crisis asiática y las secuelas posteriores han puesto de nuevo de relieve características que ya habían aparecido en otras crisis monetarias y financieras del período al que nos estamos refiriendo: carácter súbito de su aparición, colapso de los precios de los activos y rapidez, amplitud y virulencia del proceso de contagio. Situaciones de esta índole ponen al sistema monetario internacional ante una situación relativamente nueva y que ha llevado a que sea necesario replantear la actuación del FMI. Las opiniones son muchas veces contrapuestas: mientras Fisher (1999) considera necesario reforzar su actuación como prestamista de última instancia, Calomiris (1998) considera indeseable que el organismo se convierta en la institución que “saca de apuros a los bancos insolventes de países emergentes y a los bancos internacionales prestamistas”. En todo caso, el desarrollo de esta nueva función del FMI plantea serios problemas: ¿quién debe beneficiarse de esa asistencia?, ¿cómo debe repartirse el peso de la ayuda?, ¿qué problemas de riesgo moral plantea?, ¿qué papel debe jugar el FMI en la prevención de las crisis? Éstas son las cuestiones que ha planteado Brealey (1999); más adelante nos referiremos a algunas de las respuestas que surgen del debate en curso.

III. LAS IFI ANTE NUEVOS RETOS

La libre movilidad de los movimientos de capital y la aparición de crisis monetarias y financieras relacionadas con ellos constituyen sin duda, la principal modificación experimentada por el Sistema Monetario Internacional (SMI) en la última parte del siglo XX. Junto con ella, en 1999, se ha producido otro acontecimiento que puede afectar muy decisivamente a su funcionamiento: la aparición del euro como nueva moneda de un conjunto importante de países europeos, en sustitución de las que éstos tenían. La creación del euro significa un cambio importante en el sistema monetario y financiero global, cuyas repercusiones han comenzado a analizarse, pero todavía nos falta perspectiva para extraer todas sus consecuencias.

En todo caso, hay aspectos del SMI y de las IFI que

han cambiado en los últimos años y con los que habrá que contar en la configuración futura del sistema. Hemos seleccionado algunos relevantes, que sin duda afectarán a su funcionamiento.

1. Movimientos de capital

Como se ha indicado, los movimientos de capital quedaron fuera del marco regulador del FMI a causa del carácter desestabilizador que se atribuyó a su papel durante los años treinta, cuyo efecto se vio amplificado por el informe que R. Nurkse elaboró para la Sociedad de Naciones sobre la experiencia monetaria entre las dos guerras. Los participantes de la Conferencia de Bretton Woods estuvieron de acuerdo en no sumar un problema más a los muchos a los que habría que hacer frente durante el período inmediato.

Los movimientos de capital, prácticamente inexistentes en los primeros años de la posguerra, comenzaron a desarrollarse en los años sesenta, y pronto se pudo apreciar su difícil compatibilidad –sumados a los avances en la liberalización de los pagos por cuenta corriente logrados por los principales miembros del FMI– con los tipos de cambio cuasi-fijos, característicos del sistema de Bretton Woods, sobre todo si los países aplicaban, como era el caso, políticas monetarias independientes. Nos hemos referido al resultado de esta situación: el sistema monetario internacional de la posguerra no pudo superar la prueba y los movimientos de capital, aún incipientes, jugaron un papel determinante en la crisis, que se manifestó en la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro, piedra angular de aquel sistema.

La evolución hacia la libertad de los movimientos de capital en las décadas finales de siglo respondió a un cambio en la mentalidad económica. Hemos señalado que los economistas de la posguerra consideraron a los movimientos de capital como una fuente potencial de problemas que convenía evitar. No liberalizándolos se evitaba o, al menos, se reducía la especulación desestabilizadora y la posibilidad de evasión de capitales. La estabilidad de los tipos de cambio y el compromiso de los gobiernos en el mantenimiento de la actividad económica parecían más importantes que facilitar el libre flujo de los capitales. Cuando se produjo la ruptura del Sistema de Bretton Woods, sin embargo, la mentalidad económica ya había cambiado. Los economistas de las nuevas generaciones consideraban los controles de capital no sólo como indeseables –al impedir que los recursos se movieran hacia las utilidades más rentables y, por tanto, más eficientes–, sino como ineficaces, al escapar fácilmente

tales movimientos a los mecanismos de control. En relación con los países en desarrollo iría, también, adquiriendo mayor extensión el enfoque que consideraba la importancia que podía tener el capital extranjero para estimular el crecimiento económico, y se empezó a pensar que con los controles se perdía más en términos de crecimiento de lo que pudiese justificar la ventaja de una mayor estabilidad, por lo demás incierta (De Long, 1998).

Es lógico que tal evolución del pensamiento haya entrañado un cambio en el planteamiento que tanto los países como los organismos internacionales tenían respecto a los movimientos de capital. La liberalización de los movimientos de capital en los países industriales arranca de los años setenta, y se generaliza en la década siguiente. Cuando la Comunidad Europea aprobó, en 1986, el Acta Única Europea, que preveía la liberalización total de capitales, no hizo sino convertir en objetivo común una realidad cada vez más próxima en muchos de los países miembros. Es poco después de dicha fecha cuando la liberalización de capitales comienza a extenderse a un cierto número de países emergentes, y cuando el FMI empieza a incluirla como una recomendación de política económica en algunos de sus programas. Esta postura era ya definitiva en los noventa y llevó, finalmente, a reconsiderar el tratamiento que este tema había tenido en el Convenio Constitutivo. La elaboración de la enmienda correspondiente encontró, sin embargo, en su camino, la crisis asiática, que puso de manifiesto, por una parte, que los movimientos de capital podían jugar un papel decisivo en las crisis monetarias, incluidas las que podían experimentar países sin desequilibrios macroeconómicos básicos y, por otra, que podían tener graves consecuencias sobre la vulnerabilidad de los sistemas financieros, potenciándose mutuamente ambos efectos negativos.

Según el informe del director gerente sobre el progreso en el diseño de la nueva arquitectura (FMI, 1999, sección III), el Consejo de Directores Ejecutivos considera que la liberalización proporciona beneficios sustanciales, pero también tiene riesgos que deben ser manejados cuidadosamente, por lo que conviene tener en cuenta la adecuada secuencia en la adopción de las medidas pertinentes. Respecto a la imposición de controles, existe aún una divergencia de criterios entre una mayoría de los directores, que considera que los controles sobre las salidas de capital no constituyen un instrumento efectivo y probablemente originan mayores problemas de ajuste, y otros que mantienen que el establecimiento de tales controles puede jugar un papel útil. Respecto a los controles a las entradas de fondos, existe un apoyo más amplio a su mantenimiento, al considerar parte de los directores que tales controles

permiten conseguir una estructura de la deuda a mayor plazo, resultando útiles a este fin. Los directores están de acuerdo en que no existe una fórmula mágica que permita conseguir los beneficios derivados de la existencia de flujos financieros internacionales y, al mismo tiempo, limitar sus riesgos; pero existen discrepancias básicas en cuanto al beneficio o coste neto de los controles y a su utilidad como medida política. No puede extrañar, por tanto, que la modificación proyectada continúe pendiente.

Esta discrepancia en el contexto del FMI se corresponde con la existente entre economistas. Aunque la mayor parte de los economistas rechazan la adopción de controles de cambio como instrumento de política económica, otros han defendido la conveniencia de su adopción con carácter temporal (Krugman) o con carácter más permanente (Bhagwati). Las razones que se suelen emplear a favor de la liberalización son, al menos, cuatro:

- La primera, en la que suelen insistir los economistas, es la contribución del mercado a una mejor asignación de los recursos, sin duda es importante si se tiene en cuenta que los recursos disponibles son escasos y que las tasas nacionales de ahorro no tienen por qué igualarse a las oportunidades de inversión. La libertad de movimientos de capital entre los países permitirá un beneficio social real.
- La segunda reside en la ventaja que supone renunciar a que políticos o burócratas sean los que decidan si se puede invertir y, en su caso, dónde; mantener la libertad de decidir individualmente en esta materia parece esencial.
- La tercera es la duda que ciertamente cabe respecto de la posibilidad real de controlar los movimientos de capital en el mundo actual, con información y comunicación instantáneas y existencia de multitud de canales por los que se mueven los fondos. Y conviene tener presente que disponer de unos controles ineficaces puede ser peor que prescindir de ellos; entre otras cosas, por el descrédito que suele acompañar a la falta de eficacia de las normas.
- Por último, los controles de capital no han supuesto nunca una prohibición absoluta. Por el contrario, la experiencia enseña que siempre ha habido excepciones, y ello implica todo un aparato administrativo para decidir, que podría ser costoso y fuente posible de corrupción.

Conviene señalar que la primera de las razones aludidas –mejor asignación mundial de los recursos–, que

aparentemente es indiscutible, suscita también dudas, y ello porque en el mundo real se producen, por ejemplo, movimientos de capital para evadir el pago de impuestos, y habría que preguntarse si la evasión fiscal mejora o no la asignación de recursos.

Los argumentos contrarios a la libertad de movimientos de capital no ponen en tela de juicio las ventajas que teóricamente puede significar la libertad, sino que tales ventajas se produzcan, con carácter general, en la práctica, y sean lo suficientemente importantes como para contrarrestar los inconvenientes que pueden tener tales movimientos. Respecto de estos últimos, se aduce que la libre movilidad del capital resta independencia a la política monetaria –limitando, por tanto, su eficacia para conseguir sus objetivos–, y que también puede reducir la independencia de la política fiscal al permitir una más fácil evasión de los impuestos sobre el capital. Pese a ello, los últimos decenios muestran una tendencia creciente a la libertad de movimientos de capital tanto en países industriales como en desarrollo, indicando una preferencia revelada por su libertad frente a los inconvenientes que ella puede conllevar. Autores como Bhagwati (1998a) y Rodrik (1998) aducen, sin embargo, que no hay ejemplos históricos claros que muestren el carácter decisivo de la libertad de movimientos de capital para el desarrollo económico.

Respecto a la generalidad con que se produce la mejor asignación de recursos, las críticas argumentan que una asignación óptima en un sistema de mercado exige información completa y generalizada– es decir, a disposición de todos los agentes del mercado–, mientras que en los mercados financieros, sobre todo en los internacionales, la información suele ser incompleta y asimétrica. Esto es así por distintas razones, entre las que cabe mencionar el elevado coste de disponer de una información completa. Cuando esto sucede, se pueden producir ineficiencias derivadas de tres problemas que han merecido mucha atención en el análisis económico reciente: los de selección adversa, riesgo moral y conducta gregaria.

El primero se deriva de la existencia de acreedores que no tienen medios adecuados para evaluar el riesgo implicado por los distintos deudores. Ello les lleva a fijar un precio intermedio para sus recursos, entre lo que deberían pagar los mejores y los peores deudores. A ese precio, los mejores prestatarios no querrán endeudarse, y los bancos tenderán a llenar sus carteras con prestamos a deudores con mayor riesgo, que serán los que estén dispuestos a solicitar el crédito.

El riesgo moral tiene lugar cuando un deudor, que ha obtenido un crédito cumpliendo con las exigencias

del acreedor, varía su conducta después de obtenido, aumentando el riesgo de la operación una vez concertada. Siempre que ello suceda, los prestamistas estarán poco predispuestos a prestar, y exigirán una prima que les compense del riesgo; habrá, por tanto, un nivel de inversión por debajo del óptimo.

Por último, la conducta gregaria se debe a que, ante el carácter incompleto y costoso de la información, hay un gran número de inversores que actúa guiándose por lo que hacen otros inversores más informados. Se produce, pues, un efecto multiplicador de la actuación de éstos, que no siempre responde a circunstancias objetivas del mercado, sino que también puede derivarse de situaciones específicas de ese grupo de inversores. Así ocurrió, por ejemplo, cuando la situación de Rusia llevó a los bancos a pedir una devolución parcial de los créditos a algunas instituciones cuya inversión estaba muy apalancada. Las ventas realizadas por éstas en mercados de terceros países, llevó a una liquidación de valores y caída de las cotizaciones especialmente en América Latina.

Las crisis financieras de los noventa han mostrado la importancia que estos fallos en la asignación de recursos financieros pueden tener en los países emergentes. No fueron importantes para los países europeos en la crisis de 1992-1993, pero sí en las crisis experimentadas por los países emergentes desde 1994. Ello parece indicar que las ventajas de la liberalización de los movimientos de capital pueden ser similares para todos, pero que los inconvenientes y perturbaciones que pueden originar son diferentes, y más perjudiciales, para los países en desarrollo. La consecuencia no puede ser otra que la insistencia en la mayor cautela con la que deben actuar dichos países, que debe reflejarse en políticas ortodoxas; pero tampoco se puede ignorar que todo ello ha creado un ambiente menos propicio para la liberalización plena de los movimientos de capital. Por ello hay una posición mantenida por un gran número de economistas, y bastantes países, que consideran que aunque sea deseable la eliminación de los controles existentes, ésta debe realizarse de forma cuidadosa y sin presiones. Esta postura ha ganado claramente adeptos en los años transcurridos desde la crisis asiática. En la misma línea, se sostiene que no se deben liberalizar los capitales sin prestar atención suficiente a la existencia de un sistema financiero sólido y una adecuada de regulación y supervisión bancarias.

Respecto a los distintos tipos de flujos y al carácter de las nuevas medidas que se puedan adoptar, también existen posiciones bastante compartidas entre los economistas que aceptan que los controles que

afectan a las entradas de capital deben basarse en el mercado, y no en alguna forma de asignación arbitraria; deben ser temporales, y orientarse principalmente a controlar los movimientos a corto plazo. Respecto a los controles a la salida, predomina la posición contraria a su adopción, aunque se sigue con atención lo que pueda resultar de las medidas adoptadas por algún país como Malasia. En todo caso, los países emergentes tienen que ser conscientes de la posibilidad de que entradas cuantiosas de capitales pueden dar lugar a rápidas salidas (White, 2000, pág. 25).

Todo lo expuesto permite comprender por qué se ha detenido la inclusión en el Convenio Constitutivo del FMI de la obligación de liberalizar los movimientos de capital. Los partidarios de ella aducen que dicha inclusión no crearía una imposición de liberalizar inmediatamente, como tampoco se impuso tal obligación al liberalizar las transacciones corrientes tras aprobarse el Convenio. Pero no se ve claramente la utilidad que puede tener dicha norma si su efecto favorable sobre la atracción de flujos financieros apenas es relevante para una mayoría de países miembros del FMI y si, en los países emergentes y entre los dirigentes de países industriales, dista de existir unanimidad sobre la conveniencia de mantener tal liberalización en situaciones de crisis.

La liberalización de capitales aparece así como un objetivo deseable, pero no como algo que se pueda imponer, ni siquiera como algo que pueda ser propugnado con carácter general. Wijnholds, director ejecutivo del FMI, señalaba, como colofón de un coloquio organizado por el mencionado organismo sobre este tema (FMI, 1998), que, a su juicio, en el proceso de liberalización es esencial que se den los siguientes requisitos:

- 1) Un cierto grado de estabilidad política.
- 2) Una política macroeconómica sana, unida a un sistema financiero y bancario sólido, y con supervisión eficaz.
- 3) Un plan de liberalización adecuado al país de que se trate, tanto en la forma como en el ritmo de su aplicación. No hay fórmulas válidas para todos.
- 4) Son importantes tanto el orden como las prioridades de la liberalización. En concreto, es claro que no se debe empezar por la liberalización de los flujos a corto plazo.

En suma, la liberalización de capitales es un objetivo deseable, pero no debe adoptarse de cualquier

forma y en cualquier circunstancia. La existencia de amplios movimientos de capital entre un número elevado de países constituye uno de los aspectos más positivos de la parte final del siglo. Pero hay que ser conscientes de que la movilidad de capitales plantea dificultades adicionales a la política económica y puede originar perturbaciones. Por eso, una liberalización plena requiere políticas macroeconómicas y microeconómicas adecuadas, sin las cuales el peligro de perturbaciones aumenta desmesuradamente. Tipos de cambio adecuados y un sistema financiero bien regulado y supervisado son dos aspectos decisivos de dichas políticas, como ha puesto de relieve la experiencia de los años noventa.

2. Tipos de cambio

En el último cuarto del siglo XX, el régimen de los tipos de cambio ha variado radicalmente. Dicho cambio ha ido acompañado de modificaciones en el pensamiento económico que no han seguido una línea continua. El tema sigue siendo controvertido en la actualidad, especialmente por lo que se refiere a los países con mercados emergentes.

Nos hemos referido ya a la sustitución, en los años setenta, del sistema de Bretton Woods por otro esencialmente permisivo, donde cada país puede elegir su régimen cambiario y modificarlo después, a su elección, sin más exigencia que una comunicación al FMI. Desde el primer momento, los países industriales optaron, mayoritariamente, por la flotación de sus monedas, aunque en el caso de bastantes países medianos y pequeños fue una flotación muy intervenida, procurando mantener cierta estabilidad en términos de alguna moneda principal especialmente relevante para su comercio o sus transacciones financieras. En algunos países europeos, esta polarización se formalizó al establecerse el Sistema Monetario Europeo, cuyos participantes establecieron márgenes máximos de fluctuación entre sus monedas, lo cual implicaba una flotación conjunta de todas ellas respecto a las monedas de terceros países.

Los países en desarrollo se inclinaron, inicialmente, en su gran mayoría, por el establecimiento de un tipo de cambio fijo en relación con alguna moneda –principalmente dólar, libra esterlina o franco francés– con la que existían vinculaciones históricas o de costumbre, que en muchos casos, pero no en todos, coincidían con razones económicas. Ello motivó algunos cambios posteriores, también favorecidos por las perturbaciones originadas por la depreciación de la libra en los años setenta, y la fuerte apreciación del dólar y otros

desequilibrios cambiarios en los ochenta. En los años setenta, también hubo una cierta preferencia por la modalidad de estabilizar el tipo de cambio en términos de una cesta de monedas. Esta fórmula permitía suavizar los efectos de los movimientos dispares entre las principales monedas utilizadas como referencia y daba más opacidad a la política seguida, al no existir obligación de clarificar los pesos asignados en la composición de la cesta. Por otra parte, la aceleración de la inflación durante el mismo período originó un deterioro de la competitividad en muchos países en desarrollo, y motivó que un cierto número adoptara un sistema de adaptación paulatina de los tipos de cambio (*crawling peg*). Éste, inicialmente, se basó en el crecimiento esperado de los precios, lo que llevó, con frecuencia, a una sobrevaloración cambiaria y a una pérdida de competitividad; por ello, más tarde, se fue hacia una adaptación basada en la evolución real experimentada por los precios.

Ante los variados *shocks* de los ochenta, que incluyeron un fuerte aumento de los tipos de interés, la reducción del crecimiento económico de los países industriales, la evolución desfavorable de la relación real de intercambio y los problemas de la deuda de los países en desarrollo, predominó la tendencia a dotar a los sistemas cambiarios de estos países de un mayor grado de flexibilidad. Ésta fue impulsada por el FMI, que imponía el ajuste de los tipos de cambio sobrevalorados, en algunas ocasiones como condición previa para negociar nuevos créditos (precondicionalidad), y en otras como condición incluida en el propio programa. Pero, en general, se trató de una flexibilidad manejada por las autoridades y no de una auténtica flotación. Predominaba la idea, todavía hoy bastante extendida, de que, en países con mercados financieros escasamente desarrollados, es difícil identificar los tipos de cambio de equilibrio y la volatilidad cambiaria es muy fuerte, lo que justifica que se mantenga la estabilidad cambiaria mediante intervención directa en el mercado de divisas. Esta flexibilidad manejada por las autoridades sería una de las principales víctimas de las perturbaciones monetarias de los noventa, que pusieron de manifiesto la falta de credibilidad de algunos tipos de cambio, que se habían podido mantener, hasta entonces, por la entrada de capitales en los países correspondientes. Bastó que las entradas se convirtiesen en salidas, por las razones expuestas en el apartado II, para que tales tipos de cambio resultasen imposibles de mantener y se produjesen severas crisis monetarias, a veces con graves consecuencias en el sistema financiero.

Puede observarse que la flotación de los tipos de cambio fue seguida por un número limitado de países. Pese a ello, el sistema en su conjunto se caracterizó,

siempre, como un sistema de tipos de cambio flotantes, porque las monedas de los principales países industriales flotaban entre sí, determinando que el grueso de las transacciones monetarias y financieras estuviese afectado por este régimen. Por otra parte, durante las dos últimas décadas del siglo se ha producido una evolución hacia una mayor flexibilidad de los tipos de cambio, que se refleja claramente en las declaraciones realizadas por los países. En 1976, ochenta y seis de un total de cien países en desarrollo declaraban mantener tipos de cambio fijos; por el contrario, en 1996, sólo optaban por esta modalidad cincuenta y cinco países de un total de ciento veintitrés. Aunque no hay que exagerar el valor de dicha clasificación, el cambio es evidente, y afecta a todas las grandes áreas geográficas en que el FMI clasifica habitualmente a los países, excepto la de países al Sur del Sahara. Esta evolución se ha producido pese a existir algunos países que en los años noventa se han orientado en dirección contraria, estableciendo cajas de conversión (*currency boards*), como Argentina, Hong-Kong, Estonia, Bulgaria, etc., (FMI, 1997, págs. 126 a 156). Además de haber un mayor número de países que se han inclinado a mantener un régimen de flotación, las crisis financieras de los años noventa han mostrado la vulnerabilidad de los tipos de cambio flotantes muy manejados por las autoridades, obligando a seguir pautas menos rígidas de intervención. Se ha producido, pues, en los últimos años, una clara orientación hacia una mayor flexibilidad de los tipos de cambio.

Más variados y menos unidireccionales en su evolución han sido los cambios experimentados por la teoría relativa al sistema preferible de tipos de cambio, tema que sigue siendo objeto de controversia. Cuando la evolución económica impuso los tipos de cambio flotantes, había un número elevado de economistas que defendían su conveniencia como sistema para lograr el equilibrio exterior y mantener la independencia de las políticas monetarias y fiscales para lograr otros objetivos de índole interna; además, el sistema se presentaba como congruente con la economía de mercado y a salvo de las posibles veleidades de los dirigentes de los bancos centrales. Sin embargo, otros muchos economistas y la mayor parte de los "prácticos" (economistas de bancos centrales, ministerios de economía y finanzas, y organismos internacionales), no compartían tal preferencia y consideraban que el sistema de flotación estaba sujeto a costes importantes e implicaba graves riesgos. No podemos entrar aquí en dicha controversia, en la que ambas partes hicieron pronósticos incumplidos. Simplemente señalaremos que, por una parte, la flotación no proporcionó el grado de independencia de la política monetaria que sus partidarios habían pronosticado y que, por otra, sus efectos no fueron

tan negativos para la integración económica como temían los más críticos. Por lo demás, los gobiernos y los bancos centrales no fueron siempre simples observadores del mercado de cambios, sino que intervinieron en él, aunque con desigual asiduidad y resultado.

Con el tiempo, la intervención en los mercados de cambios fue haciéndose más episódica o desapareció en algunos países, principalmente industriales, al desarrollarse los mercados monetarios y financieros internos, lo que permitía que las actuaciones sobre tipos de interés pudieran sustituir, con ventaja, a las intervenciones directas en los mercados de cambios. Por otra parte, el paso de los tipos de cambio fijos a la flotación también permitió un más fácil ajuste de los desequilibrios exteriores, una ventaja que resultó importante ante los fuertes desequilibrios internacionales que se produjeron en los años ochenta. Además, la flotación ofrecía –y sigue ofreciendo– una ventaja política indudable, ya que la devaluación, con tipo de cambio fijo, siempre representa un problema para el gobierno que la realiza, motivando frecuentemente la pérdida de las elecciones siguientes para el partido en el poder. Con flotación, un movimiento del tipo de cambio adquiere un carácter más neutro, como ajuste del mercado, con consecuencias políticas menos dañinas.

En general, la elección del régimen cambiario realizada por los países parece haber respondido bastante razonablemente a lo establecido por la teoría de las áreas monetarias óptimas. Los países de mayor dimensión y muy diversificados deben tender a mantener tipos de cambio flexibles, cuya fluctuación les permite corregir más fácilmente sus desequilibrios internos y externos. Por el contrario, países pequeños y muy abiertos, cuya estructura de exportación esté muy concentrada y cuyo comercio tenga lugar principalmente con un país, estarán mejor servidos por un sistema de tipo de cambio fijo que les vincule al mencionado país. Por otra parte, una alta movilidad del capital puede hacer más difícil mantener tipos de cambio fijos, mientras que un buen desarrollo económico y financiero, hace más fácil el funcionamiento de los tipos de cambio flexibles. La alta movilidad laboral entre países hace más fácil mantener tipos de cambio fijos, al permitir el ajuste, en caso de desequilibrio, vía desplazamiento de parte de los trabajadores.

Otro aspecto que también ha influido, al elegir el régimen cambiario, es el tipo de perturbaciones a que el país esté sometido. Según este enfoque, los tipos de cambio fijos son preferibles si la economía está sometida principalmente a perturbaciones domésticas monetarias, mientras que los tipos de cambio flexibles son preferibles si las perturbaciones provienen principal-

mente del exterior o son perturbaciones reales de la economía interna. En los últimos años, sin embargo, lo que la teoría ha subrayado más es la contraposición que se plantea entre credibilidad y flexibilidad al elegir el régimen cambiario. El tipo de cambio fijo constituye un ancla nominal clara que proporciona credibilidad a un programa de estabilización. Constituye una referencia especialmente valiosa en países en desarrollo, donde no es fácil establecer otros objetivos de política monetaria con suficiente transparencia. Además, sirve para disciplinar al sector público, al hacer muy difícil su sostenimiento cuando existe un déficit presupuestario elevado; también contribuye a reducir las expectativas inflacionistas del sector privado, siempre que el tipo de cambio goce de credibilidad. Presenta, por el contrario, el problema de eliminar un mecanismo de ajuste que, en determinadas circunstancias, puede resultar esencial. Sólo queda el ajuste interno, que exige tiempo y puede resultar costoso en términos de producción y empleo. Por eso, los países, y en particular sus políticos, se pueden encontrar en la necesidad de elegir entre las ventajas que otorga la credibilidad y los inconvenientes de perder flexibilidad ante la necesidad de ajustes futuros. Las crisis económicas de los noventa lo que han mostrado es que la elevada movilidad del capital hace más difícil mantener tipos de cambio desajustados y mucho más costosas las crisis que se pueden producir. Los tipos de cambio fijos pero ajustables, como en el sistema de Bretton Woods o en el Sistema Monetario Europeo, son hoy difícilmente mantenibles. Para algunos autores, la elección del régimen cambiario habría que realizarla entre dos modalidades extremas: o bien un tipo de cambio absolutamente fijo, que llevara a la fijación inalterable en términos de una moneda (dolarización), o bien tipos de cambio plenamente flexibles.

Esta tendencia a polarizar el sistema cambiario en sus dos extremos constituye, sin duda, una moda reciente, y se apoya en una simplificación sin duda excesiva. Hay muy poca experiencia con los regímenes cambiarios extremos en estado puro. Como esquemas de dolarización plena de un país soberano, se pueden citar pocos casos adicionales al de Panamá, que encuentra su origen en motivos históricos. Son cada vez más relevantes los casos de países que han implantado un *currency board*. Casi todos ellos han tenido que recurrir al sistema por enfrentarse a graves problemas de credibilidad derivada de la experiencia de su política monetaria pasada, con elevada inflación, que hacía muy difícil la consecución de la estabilidad. En estas condiciones, atar las manos de los políticos y crear barreras legales que impidan o dificulten actuaciones oportunistas es innegablemente un elemento favorable para conseguir el propósito perseguido por

la política de estabilización. La dolarización puede ser un instrumento útil para conseguir un crecimiento con estabilidad durante un período de tiempo apreciable. Pero plantea problemas y, si no hay control suficiente de la inflación, la evolución de los precios lleva a una pérdida de competitividad. Esto origina una situación difícil de solucionar, ya que la salida de este régimen de cambios es muy compleja.

Hay autores que mantienen, incluso, que las dos alternativas anteriores no son realmente válidas si de lo que hablamos es de economías en desarrollo. Así, Hausman *et al.* (1999) mantienen que los tipos de cambio flotantes no constituyen una alternativa válida para países emergentes, como los de América Latina, a los que refiere su estudio. Los tipos de cambio flexibles resultan indeseables porque son pro-cíclicos y no permiten una política monetaria estabilizadora. Por ello, dichos autores entienden que resulta lógica la preferencia revelada por la estabilidad de los tipos de cambio que muestran los países de América Latina, incluso en períodos con fuertes perturbaciones reales. La tendencia a indiciar los salarios y la elevada proporción de pasivos denominados en dólares justifican, según dicho trabajo, que exista tal preferencia. La conclusión lógica de esta postura es defender la dolarización como mejor sistema.

Tampoco respecto de los tipos de cambio plenamente flexibles existe una gran experiencia entre países en desarrollo. Incluso en el caso de países industriales se necesitaron varios años, y una mayor desregulación de los sistemas financieros, para que la flotación fuese haciéndose auténticamente limpia, prácticamente sin intervención de las autoridades. Cuando hablamos de flexibilidad de los tipos de cambio en países en desarrollo, no nos referimos a esto, sino a un régimen cambiario en el que los tipos fluctúan siguiendo las incidencias de la oferta y la demanda, pero con la presencia, más o menos ocasional, de las autoridades monetarias. Su actuación debe estar preferiblemente sujeta a reglas y tender, cuando se produzca, a modular los movimientos cambiarios, pero no a sustituir o suplantar a las fuerzas del mercado. La clasificación que hace el FMI no sirve de mucho. El grado de flexibilidad real de los tipos de cambio no es fácil de establecer y, además, varía en el tiempo.

En consecuencia, la idea de que sólo existen dos regímenes cambiarios extremos –flexibilidad total o dolarización–, en los que se vayan a polarizar necesariamente todas las monedas, nos parece una simplificación que no se corresponde con el pasado ni es inevitable en el futuro. La experiencia reciente ha demostrado que algunos regímenes cambiarios son difí-

cilmente compatibles con la actual movilidad de capitales; éste es el caso de los sistemas de tipos de cambio fijos pero ajustables, que constituyen un objetivo fácil para la especulación, especialmente si las bandas de fluctuación son estrechas. La fijación del tipo de cambio, acompañada de otras medidas estabilizadoras, puede ser fundamental para corregir situaciones en las que se produzca una fuerte escalada de precios y salarios. Pero para mantener el cambio fijado hace falta que el objetivo macroeconómico básico continúe siendo la estabilidad cambiaria, y que las autoridades estén dispuestas a actuar sobre la demanda tanto como sea necesario para conseguir la estabilidad. Los tipos de cambio fijos pueden constituir un buen ancla nominal para reducir la inflación si tienen credibilidad, pero es difícil que conserven ésta cuando los precios se han desviado apreciablemente respecto de la paridad del poder adquisitivo.

Puede afirmarse que no existe un régimen cambiario que sea claramente preferible a los demás, y la polarización en los dos extremos constituye una simplificación basada en un hecho relevante: el menor grado de autonomía de las políticas monetarias y cambiarias en economías con mayor movilidad de capitales y creciente capacidad de anticipación de los agentes económicos. En un caso, los gobiernos pueden estar interesados en seguir políticas de tipo de cambio fijo, que pueden ser un medio eficaz para orientar en sentido restrictivo la política monetaria. Sin embargo, para que adquieran credibilidad, dichas políticas deberán complementarse con actuaciones en el sector público y reformas estructurales. Si la experiencia del pasado es muy traumática, al haberse seguido políticas muy expansivas, con elevada inflación, el gobierno puede considerar que la única forma de recuperar la credibilidad perdida consiste en atar sus propias manos y las de otros gobiernos venideros estableciendo modificaciones institucionales que impidan repetir actuaciones como las del pasado; la dolarización es el caso más extremo. Es una posibilidad, y en ocasiones puede considerarse la mejor, pero casi nunca es la única.

En el otro extremo, hoy con casos muy relevantes, tendríamos a los países que se inclinan por una mayor flexibilidad cambiaria. Aquí también el grado de autonomía cambiaria se ha modificado, y con mayor movilidad de capitales no es posible seguir políticas rígidas de intervención como las que operaron frecuentemente en el pasado. Se pueden suavizar las fluctuaciones de los tipos de cambio, pero no mantener artificialmente la aparente estabilidad de un tipo de cambio en flotación. Las crisis monetarias muestran que hay diversos factores que pueden afectar a la credibilidad del tipo de cambio y que sus efectos pueden ser muy perturba-

dores y traumáticos para la economía. Para estos países afectados por la movilidad de capitales también se ha reducido el grado de autonomía de su política.

Conviene mencionar que, aparte de este grupo de países emergentes a los que afecta directamente la movilidad de capitales, existe una gran mayoría de países en desarrollo escasamente afectados por aquella. Para ellos, las alternativas de política cambiaria son más parecidas a las del pasado. Aunque el grado de movilidad financiera también ha cambiado en alguna medida su situación y han visto también disminuida su autonomía monetaria, muchos de estos países están en condiciones de seguir manteniendo un sistema de tipos de cambio fijos, sin grave peligro de fuertes y súbitas salidas de capitales.

Lo dicho anteriormente nos permite prever un futuro inmediato con dos monedas principales, el dólar y el euro, junto con una tercera moneda, el yen, también muy relevante económica y financieramente. Las dos primeras –a diferencia de la tercera– serán utilizadas como moneda de referencia de las monedas de muchos otros países. Del resto de los países industriales habrá un grupo que, probablemente, seguirá mostrando la misma preferencia que en el pasado por los tipos de cambio flexibles (Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Suiza y Suecia, y Reino Unido, si no se integran en la UME); aunque en régimen de flotación, que les permite una cierta autonomía de actuación, esos países utilizarán como referencia lo que está ocurriendo en los mercados de cambios de las principales monedas y, muy especialmente, en el de aquella que sea más relevante para la economía de cada uno. Esta vinculación con una moneda, mínima en los casos mencionados, será mayor para otros países industriales, menos habituados a la flotación, o para aquellos cuya economía se desenvuelve, o pretende hacerlo, dentro de un área determinada. Este último será el caso de los países europeos que aspiran a integrarse en la Unión Europea y el de otros países muy vinculados con ella. Todos ellos tendrán que renunciar, prácticamente, a tener una política monetaria independiente.

Respecto a los tipos de cambio de los países en desarrollo, es preciso distinguir entre la treintena larga de países emergentes que están bastante o muy influidos por la movilidad de capitales y el resto. Para un importante grupo de los primeros, continuará la tendencia hacia una flotación más auténtica que la practicada antes de las crisis de los noventa, que han demostrado que el mantenimiento de un tipo de cambio arbitrario hace que los países estén sujetos a perturbaciones súbitas y muy costosas. Otros países se inclinarán por tipos de cambio fijos; pero, para ser creí-

bles, tendrán que apoyarse en compromisos fuertes, siendo la dolarización el caso extremo de tal tipo de compromisos. Con dolarización, la autonomía de la política monetaria desaparece, y con cualquiera de los otros sistemas de fijación de los tipos de cambio aquella será mucho más limitada que en épocas anteriores, en las que había menor movilidad de capital. A medida que ésta continúe aumentando, como es de esperar, será menor el grado de independencia de la política monetaria, incluso si los tipos de cambio son flotantes. Otro tanto ocurrirá con la política fiscal, porque déficits fiscales elevados en relación con el PIB pueden convertirse en detonadores de una crisis.

Un caso específico entre los países emergentes es China. Dada la enorme dimensión de su economía, el grado de control elevado que sigue existiendo y el predominio de los flujos de inversión directa, el país parece estar en condiciones para continuar con un régimen de tipos de cambio fijos que podría ser esporádicamente objeto de ajuste ante una pérdida de competitividad.

Por último, los países menos afectados por la movilidad de capital podrán seguir manteniendo regímenes cambiarios variados, cada cual según sus preferencias. Hasta ahora, la movilidad no es tan importante como para afectar apreciablemente a sus economías. Sin embargo, puede existir un cierto número de ellos al que tal movilidad pueda hacerles perder grados de autonomía en la formulación de sus políticas.

3. Prestamista de última instancia

En los últimos años, se han multiplicado las acciones de los poderes públicos –generalmente a través de los bancos centrales– para promover y garantizar la estabilidad de los sistemas financieros respectivos e impedir la quiebra de instituciones financieras. Y estas intervenciones se han extendido a ciertos países, ante la incapacidad de sus propias instituciones para hacer frente a las crisis, las evidentes conexiones entre la economía financiera y la real y los peligros de que las crisis pudieran afectar al sistema global.

Por todo ello, muchos economistas defienden la necesidad de un prestamista de última instancia, a escala internacional, que desempeñaría funciones análogas a las que los bancos centrales ejercen en muchos países. La literatura económica se ha centrado, sobre todo, en la justificación teórica de su existencia tanto en el ámbito nacional como en el internacional; en la evolución del entorno financiero, que muestra una interdependencia que, sin duda, aumenta el riesgo de contagio interna-

cional; en las implicaciones institucionales, con distinción entre organismos gestores de las crisis y organismos proveedores de fondos, que no tienen porqué coincidir; y en los métodos de intervención a partir de la aceptación, más o menos matizada, de los principios establecidos por Bagehot (1962) –sólo a instituciones sanas, a tipos punitivos, con garantías colaterales y a través de una política previamente anunciada del prestamista de última instancia.

Es inevitable que en esta discusión, cuyos argumentos no desarrollaremos, las posiciones ideológicas hayan jugado un papel más importante de lo que hubiera sido deseable. Los partidarios del mercado libre consideran que tanto los cambios tecnológicos –que han llevado al desarrollo de un mercado líquido de venta de títulos con pacto de recompra, (*repos*), y a la adopción de sistemas de liquidación en tiempo real, que reducen el riesgo de que las crisis se extiendan– como la mayor liquidez en unos mercados en los que se han reducido los costes tienden a disminuir el riesgo para el sistema, salvo, quizás, en los países en desarrollo, donde el pánico puede provocar la huida de los inversores de la moneda nacional. Por todo ello, y, desde este enfoque, se sostiene que el prestamista de última instancia debería limitarse a inyectar liquidez a través de operaciones de mercado abierto. Sólo en casos verdaderamente extremos, de riesgo sistémico serio, estarían justificados los préstamos a instituciones financieras concretas. Frente a esta posición, existe un enfoque alternativo que sugiere la intervención de un prestamista de última instancia siempre que el coste de liquidar una institución supere al de mantenerla.

Los estudios más recientes intentan superar este debate, en buena parte ideológico, y reconocen que el prestamista de última instancia tiene un papel en la coordinación de los participantes en el mercado de cambios, en el que puede haber más de un equilibrio, además de limitar los efectos de la liquidación de una institución, si se produce, sobre otras instituciones del sistema. Cuando la complejidad de las interrelaciones bancarias es grande, la salida de la crisis puede exigir el rescate de la institución insolvente. Este razonamiento suele utilizarse como justificación en el caso de instituciones con un elevado peso relativo en el sistema (*too big to fail*).

Cuando la teoría y la práctica del prestamista de última instancia en un país se quiere extrapolar al sistema financiero internacional, surge la tentación de fijarse en aquellas condiciones que ofrecen alguna semejanza. Sin embargo, las diferencias son determinantes. Por una parte, en el ámbito internacional no se

trata de instituciones financieras, sino de países con monedas nacionales distintas –frecuentemente con sistemas de cambios diferentes, dentro de las posibilidades de elección que hoy ofrece el FMI–, en algunas ocasiones vinculadas a alguna moneda fuerte, como el dólar, lo que, por una parte, estimula el endeudamiento en el exterior, y, en caso de crisis, se puede producir una situación de pánico que conduzca al colapso del sistema. Por otra parte, coexisten, en el caso de las crisis internacionales, una autoridad nacional –el banco central, por cierto con menor capacidad relativa de reacción en los países en desarrollo– y una autoridad internacional que haga las veces de prestamista de última instancia, como pueden ser el FMI, el G-7, o eventualmente una país grande –Estados Unidos–, que, sin embargo, no tienen bien definidos ni sus objetivos a este respecto ni su capacidad de intervención.

En todo caso, es un hecho que el debate entre liberales e intervencionistas se ha trasladado al ámbito internacional. Para aquéllos, el papel del FMI como prestamista de última instancia ha contribuido a crear expectativas de limitación de unos riesgos que, junto con los altos beneficios, determinaron un exceso de inversión en países emergentes. Para los partidarios de la intervención, la acción del prestamista de última instancia se hizo indispensable cuando las inversiones a largo plazo, realizadas por ciertos países emergentes con fondos exteriores, frecuentemente a corto plazo, no les permitieron hacer frente a sus obligaciones internacionales.

Es cierto que la actuación de un prestamista de última instancia en el ámbito internacional puede tener un efecto indeseado sobre la conducta de los agentes económicos: puede, desde luego, relajar la disciplina de los países deudores y hacer que los inversores no evalúen debidamente el riesgo en el que incurren al invertir en un determinado país. Es el problema conocido con el nombre de riesgo moral, que hace referencia, en principio, a los efectos adversos –desde el punto de vista de una compañía de seguros– que puede tener el propio seguro sobre la conducta del asegurado, que, en el caso más extremo, le podría llevar a provocar el siniestro, y en otros, a consentirlo al menos para cobrar la indemnización. Ante la posible existencia de conductas de este tipo, no es posible la supresión total del riesgo moral; la solución consiste en coordinar adecuadamente las condiciones del seguro con medidas limitativas de dicho riesgo, como, por ejemplo, compartirlo mediante un seguro parcial. En el caso del prestamista de última instancia nacional, el riesgo moral se limita por varios caminos: los bancos en dificultades deben haber observado las normas sobre riesgos, y están sometidos a supervisión pública; el propio sector privado,

en particular ciertos inversores, contribuye también a esta vigilancia, sobre todo cuando participa en los paquetes de rescate, por ejemplo son su contribución a los fondos de garantía; y además se presta a tipos punitivos y, en caso de suspensión de pagos, la pérdida recae sobre los accionistas, y cesan los administradores. El número de crisis bancarias registradas en distintos países parece indicar que todas estas, y otras medidas, no han tenido mucho éxito, pero conviene insistir en que el riesgo moral no se puede erradicar en un sistema que acepta riesgos del sector privado y que, además, la mayor parte de las crisis no tienen su origen en el riesgo moral, sino en errores de juicio en momentos de euforia o depresión. En todo caso, parece evidente que hay que hacer todo lo posible para controlar el riesgo moral en los sistemas financieros hasta donde se pueda.

Otro tanto ocurre con el sistema financiero internacional, en el cual un prestamista de última instancia puede actuar también de alguna manera como reductor de los efectos de la inestabilidad. Por eso, hay una línea de pensamiento que sostiene que el sistema financiero internacional precisa de un organismo que actúe eficazmente como prestamista de última instancia en estas situaciones, una función que hoy trata de realizar el FMI con muchas limitaciones. Dicha institución no es un banco central, y carece de capacidad de crear reservas –salvo sus limitadas posibilidades de crear DEG–, pero sí es capaz de movilizar una cuantía apreciable de recursos, de varias procedencias, y asignarlos a países en crisis para ayudar a superarlas. Cumple por lo tanto un cierto papel de prestamista de última instancia que debería mejorarse si se quiere que esté en condiciones de enfrentarse a futuras crisis monetarias y limitar los problemas de contagio que puedan producirse, con más recursos y mayor rapidez en sus intervenciones. El aumento de capital, mediante sucesivos incrementos de las cuotas, se ha producido a ritmo muy inferior al de la producción o el comercio mundial (tres y nueve veces mayor que aquél, respectivamente). Pero hay dos factores que contrarrestan en alguna medida este efecto: los países industriales no precisan hoy sus préstamos, mientras que los necesitaron durante las primeras décadas de su existencia, y el organismo puede disponer de recursos adicionales como consecuencia del Nuevo Acuerdo que ha complementado el anterior Acuerdo General de Préstamos. Respecto a la rapidez de la intervención, las crisis de México, Tailandia e Indonesia obligaron a sobrepasar ampliamente, usando la cláusula de “circunstancias excepcionales”, el límite del 300 por 100 de la cuota que el FMI venía manteniendo. En esas operaciones, se discutió la posibilidad de exigir garantías adicionales a los países, y se consideró

que no parecía apropiado aplicar a lo que entonces se denominaron “crisis del siglo XXI” los plazos habituales de devolución de los recursos ordinarios del FMI. Finalmente, después de la nueva petición de recursos hecha por Corea en diciembre de 1997, se estableció un mecanismo que facilita una intervención rápida, a costes más altos, (complementada, posteriormente, con la posibilidad de mantener líneas de crédito específicas disponibles permanentemente).

De las condiciones tradicionalmente exigidas al prestamista de última instancia, en la actuación habitual del FMI falta la existencia explícita de garantías. Fisher (1999) entiende que la condicionalidad juega un papel de cierta similitud con la existencia de garantías, aunque tampoco desecha la posibilidad de que el organismo pueda llegar a exigir las más concretamente, tema que ha sido objeto de discusión cuando se acordaron los grandes créditos concedidos a países afectados por las crisis.

Un último tema importante para el eficaz desempeño del papel de prestamista en última instancia es la disponibilidad de un conocimiento anticipado y suficiente de los datos económicos más relevantes del país. El esfuerzo de mejora de la información y la transparencia, actualmente en curso, debe dotar al FMI de un mejor conocimiento para juzgar la conveniencia de actuar sin los problemas que se plantearon en el pasado.

4. Implicación del sector privado

Otra de las cuestiones que las crisis financieras de los años noventa han puesto de relieve es la necesidad de implicar al sector privado en su solución. No es un tema nuevo, pero han variado el énfasis y los problemas implicados.

En la crisis de la deuda exterior, en los años ochenta, el endeudamiento privado de los países era básicamente con bancos, y la negociación se llevó a cabo, de forma más o menos paralela, en dos foros distintos. Cuando predominaba el endeudamiento con estados, se negociaba primero en el Club de París, y este imponía una negociación paralela con los bancos; cuando la situación era la contraria, el Comité Bancario de Negociación se cuidaba de exigir la renegociación del resto de la deuda en el Club de París. De esta forma, ambos grupos trataban de evitar ser ellos los únicos que hiciesen concesiones en beneficio no sólo del deudor, sino de los acreedores del otro grupo. Las únicas críticas solventes que se hicieron a la actuación del FMI en este aspecto fueron la excesiva insistencia en el mantenimiento al corriente del pago de intereses y, sobre todo, la asunción de deudas privadas

que algunos países tuvieron que realizar cuando las empresas habían impagado como consecuencia del problema general planteado al país.

La situación ha sido más conflictiva en las crisis de los noventa. La deuda bancaria –es decir, con acreedores con los que es más fácil negociar– representa hoy un porcentaje más reducido, y decreciente, respecto del endeudamiento total; por el contrario, está en continuo aumento el endeudamiento con acreedores privados, no bancarios, con los que es mucho más difícil conseguir un acuerdo voluntario.

En el caso de México, ya se puso de relieve la incongruencia de aportar créditos cuantiosos para solucionar el problema de pagos del país y que, al mismo tiempo, buena parte de los fondos salieran, casi inmediatamente, para hacer frente a los Tesobonos, una deuda con garantía en dólares por la que los inversores habían obtenido un tipo de interés que implicaba un margen muy elevado. Este margen respondía al riesgo que los inversores habían atribuido a tales activos, pero cuando tal riesgo se hizo efectivo, el dinero público de los estados y los organismos internacionales solucionaron sus problemas. Algunos países europeos criticaron esa actuación que, a su juicio, solucionaba un problema de inversiones excesivamente arriesgadas, hechas, sobre todo, a través de entidades de los Estados Unidos. También fueron muchos los que destacaron los problemas de riesgo moral que tal salvamento implicaba, al estimular la adopción de posturas especulativas arriesgadas en el futuro.

Esta situación se repitió en varios países asiáticos. En los casos en que el endeudamiento bancario era importante respecto del endeudamiento total –Corea 1997–, las instituciones crediticias aceptaron renovar sus créditos a corto plazo, e incluso llegaron a acuerdos respecto a la negociación de la deuda a largo plazo. Pero no ocurrió otro tanto con la mayor parte de los acreedores de los países de la zona; por el contrario, los *hedge funds* fueron acusados específicamente de la rápida movilización de sus fondos, que contribuyó al violento ajuste inmediato de los tipos de cambio. Su caída tuvo un efecto decisivo en los problemas bancarios que inmediatamente se originaron, así como en el incremento posterior del déficit presupuestario originado por la voluminosa ayuda que algunos estados tuvieron que dedicar a su salvamento, que repercutió en la magnitud de la crisis.

En el caso de Brasil, cuya crisis se agravó en enero de 1999 con una fuerte devaluación, el FMI, que modificó las condiciones del paquete financiero aprobado en otoño de 1998, obligó al gobierno brasileño a

mantener los créditos comerciales y bancarios al nivel de fines de febrero de 1999 al menos durante seis meses, aplazando mientras tanto la refinanciación de la importante deuda brasileña denominada en bonos y en bonos Brady. Tanto en el caso coreano como en el brasileño el FMI trató de reducir en lo posible las salidas excesivas de capital.

Implicar al sector privado no bancario en la solución de las crisis y conseguir que participe en el sacrificio derivado de su solución no es un objetivo sencillo. Se ha discutido la posibilidad de establecer en los contratos de emisión de títulos, con carácter general, una cláusula que permita una representación de los tenedores de bonos, así como que se adopten decisiones por un sistema de mayorías. Algo existente en ciertos países, pero que se teme pueda originar una cierta discriminación de aquellos países emergentes que vieran que aceptarla. Tampoco las entidades financieras intermediarias se muestran muy favorables a dicho cambio. El progreso en este campo no es fácil y requerirá tiempo.

5. Pobreza

Las crisis internacionales de los años noventa han producido un claro retroceso en los avances que se habían logrado, sobre todo en países asiáticos, en reducción de la pobreza. Como consecuencia de ellas, en general ha aumentado tanto el número de pobres como el grado de su pobreza. El fenómeno no es nuevo y, en ausencia de crisis, está alimentado por la evolución de la población mundial y su crecimiento, principalmente en los países en desarrollo. Con independencia de la evolución demográfica, el proceso de globalización margina a los países más pobres, que, en general, no han tenido acceso a las ventajas indudables que aquél genera. El resultado es que casi tres mil millones de los habitantes del mundo viven con menos de dos dólares diarios, y casi la mitad de ellos no disponen de más de un dólar. Por supuesto que esta situación, explosiva en potencia, debe ser afrontada, y no solamente por razones de justicia, sino también económicas. A todos los países les conviene la elevación de esos niveles de vida mínimos y la promoción del crecimiento en los países más pobres. Ello redundará en aumentos futuros del comercio, de la renta y del empleo en otros países. Por las mismas razones, un aumento de la pobreza en los países en desarrollo afectará negativamente a las oportunidades del comercio y las inversiones internacionales, deteriorará el medio ambiente y provocará la emigración de la población de aquellos países en busca de oportunidades de empleo y de mayores rentas en zonas más desarrolladas del mundo.

Junto a este nivel creciente de pobreza en los países de menor renta, la evolución registrada apunta a un aumento de la pobreza en otros países en desarrollo, incluso en países emergentes; esta tendencia se produce especialmente en períodos de crisis. Como, por otra parte, los recursos dedicados a ayuda son cada vez más limitados y tienen que repartirse entre un mayor número de países, resulta decisivo disponer de los medios necesarios para tratar de resolver este problema que las IFI han de tener en cuenta en su planificación operativa. Ha surgido así la necesidad de diseñar sobre bases actuales la actuación y las políticas de las instituciones de desarrollo. Lógicamente, el BM ha ido por delante en el intento de mejorar su imagen como institución en este ámbito de actuación, aumentando la información –con abandono de buena parte de la confidencialidad anterior– y promoviendo la colaboración con otros organismos internacionales y regionales, y con algunos organismos no gubernamentales (ONG). Su acción se centra cada vez más en la reducción de la pobreza, con lo que se da preferencia a las inversiones en educación, sanidad, nutrición, políticas de población, situación de la mujer y medio ambiente, temas todos ellos a los que hace pocos años prestaba escasa atención. En ellos se ha visto obligado a entrar decididamente desde que comenzó a participar –junto con el FMI– en el diseño de los planes de ajuste estructural –más tarde en la iniciativa de Préstamos para Países Pobres muy Endeudados–, y el enfoque se ha visto favorecido, en general, por la nueva estrategia del desarrollo, a la que nos referiremos más adelante, y que demanda una acción conjunta y eficaz de las IFI para reducir los niveles de pobreza en el mundo. En cooperación con el BM y con las Naciones Unidas, el Comité de Ayuda para el Desarrollo (CAD) –que, en el marco de la OCDE, reúne a los principales donantes bilaterales, que también son los mayores contribuyentes a los organismos internacionales y regionales de desarrollo– ha elaborado indicadores que establecen objetivos globales para las metas más amplias del desarrollo que deberán alcanzarse en el año 2015, y que son las siguientes: reducir a la mitad la pobreza extrema; conseguir la educación primaria universal, y eliminar las diferencias en educación entre hombres y mujeres; reducir en dos tercios la mortalidad en los primeros años de vida y en tres cuartas partes la mortalidad materna; aplicar estrategias para el desarrollo sostenible, e invertir la tendencia actual de pérdida de recursos ambientales.

Estas metas de desarrollo del CAD suponen un paso importante hacia el reconocimiento de la necesidad de un enfoque integrado del complejo fenómeno del desarrollo, que debe partir de una posición de humildad que reconozca que no se ha tenido éxito en la

identificación de los obstáculos al desarrollo, tanto por el lado de los donantes como de los beneficiarios, y tampoco en las estrategias y en los programas aplicados, que reclaman una revisión profunda, parcialmente en curso, como tendremos ocasión de comentar.

6. Coordinación de políticas económicas

Todo el sistema de cooperación internacional actual se basa en la existencia de estados independientes que tratan de coordinar su actuación utilizando a organismos internacionales creados con finalidades específicas. La coordinación creada por el sistema de Bretton Woods jugaba sobre la base de la observancia de las reglas impuestas en el Convenio Constitutivo (tipos de cambio fijos, ajustables, y convertibilidad de las transacciones corrientes) completadas por la supervisión ejercida por el FMI. Todo ello originó una razonable coordinación de las políticas económicas, al mismo tiempo que protegió al sistema de los que entonces se consideraban sus mayores peligros: las devaluaciones competitivas y, en general, la política de empobrecer al vecino.

Cuando el sistema de Bretton Woods fue sustituido por un régimen de flotación entre las principales monedas, desapareció el predominio de su carácter reglado anterior y se convirtió, como se ha señalado, en un “no sistema”. Ello hacía aún más necesaria que antes una buena supervisión y una mayor coordinación de las políticas. La modificación del Convenio realizada en los setenta así lo reconocía, al extender la supervisión del FMI a todos los países, mientras que antes sólo era aplicable a los países que mantenían restricciones a los pagos corrientes. Sin embargo, el FMI no tiene capacidad para imponer la coordinación que podía derivarse de su buen conocimiento de la economía de los países, de las principales regiones y del conjunto de la economía mundial (hoy reflejado en sus excelentes estudios semestrales sobre *Perspectivas de la Economía Mundial*). Entre los países en desarrollo, su influencia estuvo, y está, limitada a aquellos que solicitan sus recursos, y sólo durante el plazo de disposición de los fondos, y a aquellos otros que piensan que van a tener que solicitarlos en un futuro próximo. Todavía menor es su influencia sobre los países industriales, que en el último cuarto de siglo prácticamente no los han utilizado ni es de esperar que lo hagan.

La conveniencia de la coordinación es, sin embargo, evidente, especialmente entre los grandes países. Pero éstos han procurado que la coordinación tenga lugar en ámbitos más reducidos. Durante muchos años, la preferencia se inclinó por el Grupo de los Diez, del cual todavía deriva la composición del Comité de Supervi-

sión Bancaria, importante órgano en esta regulación; desde los años ochenta, el órgano preferido es el G-7. En dichos ámbitos, y en otros foros específicos, lo que se producen son intentos de coordinación de las políticas que sólo pueden llevarse a cabo cuando existe un consenso sobre la actuación a seguir. Es decir, sólo con carácter ocasional.

Las crisis monetarias han puesto de relieve que las políticas económicas inadecuadas de los países pueden contribuir a producir perturbaciones graves en las economías, cuyos efectos se agudizan a través de procesos de contagio, a veces difíciles de controlar en unos mercados que parecen sobre-reaccionar en determinadas circunstancias. Decisiones inadecuadas o actuaciones de los principales países, que no tienen en cuenta sus repercusiones internacionales, pueden contribuir a originar o agravar las crisis monetarias. Normativas inadecuadas o una supervisión financiera inexistente, o de muy baja calidad, principalmente en los países emergentes, pueden multiplicar las consecuencias negativas de dichas crisis, lo que reafirma la conveniencia, casi necesidad, de una mayor coordinación de las políticas.

No todos están, sin embargo, de acuerdo en tal necesidad. Hay quien considera que basta el mercado para garantizar la coordinación adecuada de las políticas. Las IFI sólo tendrían como misión, según ellos, contribuir a crear los códigos de conducta y las regulaciones pertinentes y supervisar su buena aplicación. El mercado haría, por sí mismo, el resto.

Frente a esta posición están los que consideran que el mercado no tiene que ser la única vía de coordinación posible, y que la adopción de medidas coordinadas de los gobiernos –lógicamente conseguida en algún foro internacional– sería deseable y, sin duda, mucho mejor que el resultado de un conjunto de acciones, adoptadas individualmente por los países. Seguramente que esto es así; el problema es cómo conseguir acuerdos específicos en un mundo de estados soberanos cuando no existe consenso, al menos entre los más importantes. Por eso, los progresos en esta materia serán lentos y sobre temas y situaciones puntuales. El papel de las IFI difícilmente puede ir más allá de tratar de establecer los objetivos deseables, analizar cómo pueden conseguirse y crear el estado de opinión y el marco adecuado para tratar de que se produzca el consenso necesario. Una tarea modesta, pero importante.

IV. EL CAMINO RECORRIDO

Resumidos los términos en los que está planteado el debate sobre distintos aspectos de la adaptación ne-

cesaria de las IFI a la nueva situación de la economía mundial, procede hacer el recuento de los pasos que se han dado hasta el momento. Escasos y decepcionantes para algunos, razonables y positivos para otros. Lo importante es que los pasos apunten en la misma dirección y que ésta sea la correcta. Es lo que se intenta, aunque, por el momento, se desconoce el resultado final de los debates en curso y, lo que es más importante en esta materia, si existirán la voluntad política y el consenso preciso para realizar, en su caso, los cambios. Nos referiremos a recursos disponibles, a la normativa aplicable, a la nueva estrategia del desarrollo, a la implicación del sector privado en la solución de los problemas internacionales y a la reforma institucional.

1. Recursos

La escasez de los recursos del FMI y del BM para atender las funciones que les están encomendadas ha sido una constante durante su existencia. Por ello, lo han sido también las propuestas de aumento de las cuotas en el FMI y del capital del BM. No nos referiremos, por lo tanto, a este tema, que es permanente. Si nos limitamos a los desarrollos más recientes, consecuencia directa de las crisis financieras de los años noventa y del nuevo enfoque de la acción del BM hacia la reducción de la pobreza, habría que reseñar lo siguiente. Por parte del FMI, los NAP (Nuevos Acuerdos de Préstamos); las nuevas facilidades financieras para la prevención y gestión de las crisis, como el Servicio para el Aumento de Reservas (SAR) y las Líneas de Crédito Contingente (LCC) y la transformación del Servicio Reforzado de Ajuste Estructural (SRAE) en Servicio para la Reducción de la Pobreza y el Crecimiento (SRPC). Por parte tanto del FM, como del BM, es decir, conjuntamente, la Iniciativa para Países Pobres muy Endeudados (IPPE).

En 1997/1998 se decidió un aumento de las cuotas en el FMI en un 45 por 100 (undécima revisión general hasta un total de 212.000 millones de DEG que entró en vigor en 1999) y se renovaron los Acuerdos Generales de Préstamos (AGP), firmados inicialmente en 1962 con once países industriales por cinco años, hasta 2003, que permiten al FMI obtener 17.000 millones de DEG, a los que hay que añadir otros 1.500 millones de DEG, en el marco de un acuerdo paralelo con Arabia Saudita para “paliar o hacer frente a un deterioro del sistema monetario internacional”, empleados, en parte, en julio de 1998, para apoyar el programa de ajuste de Rusia. Utilizados por primera vez en veinte años y, por primera vez también, para ayudar a un país no participante en los Acuerdos.

Dichos Acuerdos fueron complementados, en 1998,

por unos Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos, en virtud de los cuales veinticinco países se comprometen a prestar al FMI hasta un volumen máximo de 34.000 millones de DEG “para hacer frente a un deterioro del sistema monetario internacional o a una situación excepcional que pueda amenazar al sistema”, es decir, en circunstancias similares a las contempladas en los AGP, a los que no pretenden reemplazar. De hecho, todos los países participantes en los AGP participan también en los NAP. Los recursos han sido devueltos a los países que los aportaron, lo cual fue posible al materializar los países, en 1999, el desembolso correspondiente a los aumentos de las cuotas.

La presión sobre los recursos del FMI continúa siendo fuerte, aunque los pasos que se han dado hacen que la situación sea menos tensa que hace unos años. Sin embargo, las crisis han puesto de relieve que, de cara al futuro, puede haber no solamente problemas de escasez de recursos, sino también, y principalmente, problemas ligados al rápido desembolso de las ayudas, además de la conveniencia de lograr una mayor implicación del sector privado con objeto de proteger los recursos propios del FMI. Para ello se diseñó, en 1997, el SAR que atiende a países con problemas de balanza de pagos ocasionados por pérdida de confianza de los mercados, en casos en los que exista una posibilidad razonable de encontrar una solución mediante una combinación adecuada de medidas de ajuste y financiación. Con ello se trata de evitar contagios y, en definitiva, riesgos sistémicos. Se tienen en cuenta las necesidades y la capacidad de reembolso del país; su historial en el FMI, así como el vigor del programa que aplica, y también la financiación comprometida con otros acreedores –tanto públicos como privados–, con la idea de repartir equitativamente las cargas con ellos. La devolución de los fondos se hace entre un año y año y medio, contando desde su disposición, en dos pagos iguales, aunque el plazo de devolución se puede ampliar hasta dos años y medio. El tipo de interés es el del DEG, al que se suma una prima variable, creciente en función del plazo de su utilización.

El SAR es un nuevo instrumento disponible para “curar” las crisis monetarias y, en este sentido, ha sido utilizado en los casos de Corea y Brasil. Sin embargo, no supone una vacuna contra el contagio, característica, por el contrario, del nuevo instrumento al que nos referimos a continuación: las Líneas de Crédito para Contingencias.

El supuesto al que pretenden atender las LCC –una enseñanza más de las últimas crisis– es que los ataques a una moneda no tienen su origen necesariamente en la inadecuación de la política macroeconómica,

sino que también pueden deberse a una “vulnerabilidad temporal” del país causada por escasez de reservas, por el nerviosismo de los mercados, o por una combinación de ambos. Tienen un claro carácter disuasorio –aquí reside su novedad– que, evidentemente, está indicado ante problemas de liquidez, y no en los casos de problemas de solvencia. Para beneficiarse de ellos, hay exigencias rigurosas en cuanto a orientación de las políticas económicas y a la concreción de las medidas; adopción y cumplimiento de las normas internacionales –códigos y normas, tanto del FMI como del Banco de Pagos Internacionales y otros organismos–; relaciones constructivas con sus acreedores privados, una gestión eficaz de la deuda, etcétera.

Los términos y condiciones de las LCC son los mismos que los exigidos para utilizar el SAR. Con ellas se trata de lograr un equilibrio entre el rigor, imprescindible para reducir el riesgo moral y la necesidad de estimular su utilización, cosa que hasta ahora no parece haberse conseguido, ya que, transcurrido un año desde su creación, aún no han sido utilizadas. En efecto, hay que tener en cuenta que las amenazas de crisis se han atenuado, y los países no las han considerado muy necesarias en esas condiciones. En todo caso, es indudable que existe la percepción de que su establecimiento puede constituir un signo de debilidad del país, que se obligaría a conseguir determinados objetivos mensuales incluso antes de la utilización; por ello, hay una condicionalidad incluso antes de disponer de los fondos. Tampoco está claro cuáles serían las consecuencias y cómo reaccionarían los mercados ante un abandono voluntario de la disponibilidad de la LCC.

2. Nuevas normas

A) *Transparencia*

Es considerada la regla de oro de la reforma, porque la información –cantidad y calidad– es esencial para formular las políticas y para operar en los mercados.

Es uno de los terrenos en los que más se ha avanzado, al mostrar los países –y el FMI como consecuencia– una marcada preferencia, que nunca había existido antes, por la difusión de los datos disponibles. El FMI publica y difunde tanto los datos macroeconómicos fundamentales de los países que tienen acceso a los mercados como los de los que no lo tienen, a través, respectivamente, del Sistema General de Divulgación de Datos (SGDD) y de las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD). Pero además se da a conocer, a través de las Notas de Información Pública, la situación de los países examinados por el FMI

en virtud de las consultas del art. IV del Convenio Constitutivo. A dichos países se les recomienda además la publicación de los informes que redactan tras las consultas las misiones del FMI. En el caso de países con programas de ajuste, también se recomienda publicar los principales documentos que recogen los compromisos, como las declaraciones de intenciones (Cartas de Intención) y otros documentos preparados sobre política económica y financiera, así como las deliberaciones sobre el uso de los recursos del FMI. Si el país no considera oportuna la publicación de estos documentos, habrá de explicar las razones, lo cual no es tarea fácil.

El cambio, en este terreno, es total. De un sistema en el que primaba la confidencialidad –tradicional en los temas en los que trabaja el FMI– se ha pasado a una apertura informativa muy amplia. La razón está, sin duda, en la importancia creciente que los mercados tienen en el funcionamiento del sistema financiero internacional, que aconseja compartir la información que posee el FMI con los agentes que actúan en los mercados, para que sus decisiones, al estar mejor y más rápidamente informadas, sean más previsibles y colaboren al correcto funcionamiento del sistema.

No hay duda de que el volumen y la calidad de la información que posee el FMI ha aumentado y, sobre todo, de que hay una mayor difusión de tal información. La negativa de un país puede interpretarse como temor a que se conozca su situación en un determinado momento, y esta actitud será penalizada por los mercados. Falta conseguir algo que probablemente llegará con el tiempo: que, supuesta la publicación de los datos reales, los países cuiden, más que hasta ahora, el diseño y la aplicación de sus políticas económicas. Éste es el verdadero objetivo de la transparencia que ahora se propugna.

B) Refuerzo de los sistemas financieros nacionales

La experiencia de las últimas crisis –sobre todo las asiáticas– ha obligado al FMI, no sin recibir críticas por ello, a entrar en un terreno del que, con anterioridad, había estado ausente, y que es más propio del BM en el reparto tradicional de tareas entre las IFI. Ante las crisis financieras, lo primero que cabe hacer es tratar de prevenirlas. La coyuntura económica tiene una influencia determinante en esas crisis porque se ha observado que aparecen en muchos casos después de largos períodos de expansión económica, con fuerte expansión de los créditos bancarios, cuando se experimenta una baja coyuntural. Por otra parte, sus efectos se pueden agudizar cuando se producen devaluaciones importantes que pueden afectar gravemente al balance de

los bancos y de sus clientes. Se ha comenzado a experimentar un Sistema de Señales de Alarma (*Early Warning System*) con el que se intenta anticipar las crisis cambiarias y de balanza de pagos, mediante el seguimiento de las variables más relevantes para estimar la vulnerabilidad externa de las economías, como son tipo de cambio real, déficit por cuenta corriente, crecimiento de las exportaciones y endeudamiento a corto plazo en relación con el nivel de reservas. Todo ello debe redundar en una mayor información que permitirá fundamentar mejor los análisis sobre las perspectivas de los países y las recomendaciones que razonablemente se pueden formular para disminuir el riesgo de crisis.

Pero, además, en el diseño de los programas de ajuste –en el que participan, conjuntamente, FMI y BM–, las instituciones financieras realizan una evaluación de los sectores financieros nacionales, en un intento de ofrecer también más y mejor información como consecuencia del análisis de la estabilidad del sistema financiero, que ya se incorpora regularmente a los informes de las consultas del art. IV. Un análisis que trata de identificar los principales elementos estructurales de los sistemas financieros y bancarios, su vulnerabilidad y su posible impacto sobre la estabilidad macroeconómica y la definición de las políticas.

En definitiva, las recomendaciones encaminadas a reforzar los sistemas financieros y bancarios nacionales tienen todo el sentido. Las crisis asiáticas han confirmado los problemas que se derivan de su mal funcionamiento. Este aspecto debe ocupar una posición importante en la futura colaboración entre el FMI y el BM.

C) Modernización de los mercados financieros

La importancia creciente de éstos en el sistema monetario internacional ha hecho que las IFI –y en particular el FMI– se preocupen por su adecuado funcionamiento. Además de la transparencia, a la que nos hemos referido, que debe contribuir al buen funcionamiento de los mercados al disponerse de más y mejor información, se ha procurado introducir mejores prácticas mediante actuaciones del propio FMI o de otros organismos especializados en los distintos temas. En particular, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) propuso en 1999 modificar las normas sobre exigencias de capital, vigentes desde 1998, aumentándolas hasta alcanzar un máximo del 40 por 100 en los casos de instituciones de alto riesgo, frente a un intervalo anterior entre el 8 y el 20 por 100. El Comité de Supervisión Bancaria, que funciona dentro del ámbito del BPI, trata de mejorar la supervisión de los países no sólo del Grupo de los Diez, que son los que participan en él, sino de otros países. En general, el resto de los países industriales suelen aplicar normas

que se basan en lo acordado por el Comité. Se está haciendo un esfuerzo importante para conseguir que los países en desarrollo apliquen normas similares con las modificaciones que se estimen oportunas, teniendo en cuenta su menor nivel de desarrollo. A estos efectos, se convocan reuniones en las que participan los miembros del Comité de Supervisión y representantes de los órganos de supervisión de algunos de los principales países emergentes. El FMI trata de impulsar todo lo que signifique un mejor cumplimiento de las reglas internacionales de supervisión.

Algo similar ocurre con la Organización Internacional de Comisiones de Mercados de Valores, que establece también sus reglas uniformes de funcionamiento, que son progresivamente aceptadas por más países. Por su parte la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros establece también normas reguladoras de la actividad internacional de los aseguradores. Y el Foro de Conglomerados Financieros publica documentos relativos al control de éstos. El FMI ha ido ampliando el ámbito de la supervisión, incluyendo estos aspectos en los que utiliza como guía la aplicación de los principios y prácticas de buen funcionamiento elaborados en todos esos órganos específicos de supervisión.

3. Nueva estrategia del desarrollo

El BM y el GBM se han visto afectados por la crisis del modelo de desarrollo que tradicionalmente habían aplicado, y cuyo fracaso se tradujo en una desconfianza bastante generalizada en la eficacia de la ayuda.

El esquema inicial de financiación del desarrollo consistía en una financiación que fluía a través de instituciones multilaterales –principal, pero no exclusivamente, el BM– y unos flujos de financiación bilaterales, dentro de los cuales la ayuda al desarrollo aparecía muchas veces ligada a la financiación de exportaciones de países industriales. Con este esquema, la ayuda creció en los primeros años, a medida que otros países –Francia, Inglaterra, Alemania, Japón, etc.– se fueron sumando a Estados Unidos, único contribuyente en los primeros años. Las crisis internacionales, del sistema monetario internacional, del petróleo y de la deuda exterior, terminaron con este proceso de aumento de la ayuda al desarrollo como consecuencia tanto de factores económicos (problemas presupuestarios de muchos países) como políticos (sobre todo, el fin de la guerra fría). Además, los Estados Unidos ante su fracaso en el Congreso del intento de establecer un sistema semejante a los europeos, presionaron con éxito para endurecer las condiciones del Consenso OCDE para los créditos mixtos de ayuda ligada, tanto en el

elemento de liberalidad como en los países de destino. Al mismo tiempo, se ha producido una notable expansión de los flujos privados de capitales, que actualmente representan cifras muy superiores a las de la ayuda al desarrollo, cuyos volúmenes están en declive, pese a haber aumentado el número de países que la reciben después de desaparecer la confrontación entre bloques.

La financiación privada tiene una característica internacionalmente muy relevante: su desigual incidencia en los países. Se concentra básicamente en lo que se ha denominado países emergentes: unos 30 países, generalmente de renta media o renta media alta, de un total de más de 150 países en desarrollo. Los países más pobres, por el contrario, han quedado prácticamente marginados de este proceso de globalización, un proceso por lo demás, beneficioso en su conjunto. Características estructurales de los países, pero también –y de forma importante– la política económica aplicada, han sido decisivas para que los países estén en uno u otro de los grupos mencionados. Los países emergentes han propiciado, a través de la liberalización, una mayor integración de sus economías en la economía internacional, tanto en el campo comercial como, muy especialmente, en el financiero, mientras los países más pobres quedan fuera del sistema.

La consecuencia de este proceso ha sido negativa para el desarrollo en su conjunto, ya que hay unas diferencias crecientes entre el mundo desarrollado y el mundo del subdesarrollo, representado por un elevado número de países no incluidos en el grupo de los denominados emergentes.

El BM, sensible a estos hechos y a las críticas que recibía desde ámbitos varios –universitarios, ONG, los propios países, etc.– reaccionó con un estudio sobre la eficacia de la ayuda, cuyas conclusiones, publicadas en 1998, eran las siguientes:

a) La ayuda financiera debe dirigirse a los países de bajos ingresos que siguen políticas orientadas al crecimiento económico y a la reducción de la pobreza. Con políticas macroeconómicas y reformas microeconómicas adecuadas, se produce un efecto multiplicador de la ayuda.

b) La ayuda debe concentrarse en reformas que sean necesarias y que tengan apoyo político en el país. A falta de éste, se ha observado que la condicionalidad del BM no asegura el éxito de los proyectos o de los programas.

c) Las actividades que se realicen deben adaptarse a las condiciones de cada país y de cada sector. Si el

país no tiene capacidad institucional ni políticas adecuadas, la ayuda debe dirigirse a introducir ideas y conocimientos para mejorar la política, la eficacia del gasto y la capacidad institucional; el efecto de la ayuda, sin realizar estos cambios, será nulo o casi nulo. Si el país practica buenas políticas, pero tiene escasa capacidad institucional, la ayuda debe dirigirse a mejorar la eficacia del gasto público. Si el país tiene buenas políticas y capacidad institucional— caso poco frecuente—, estará en condiciones de recibir y asimilar más ayuda, y en apoyo directo del presupuesto.

d) Los proyectos deben intentar la creación y transmisión de conocimientos y capacidades. La experiencia dice que los fondos no son suficientes, sino que han de ir acompañados de ideas y conocimientos que permitan su correcta utilización. La asistencia técnica es muchas veces tan necesaria como los recursos financieros.

e) Las agencias de ayuda al desarrollo tienen que buscar nuevos enfoques para ayudar a los países, ya que los métodos tradicionales han fracasado. En general, se puede decir que la ayuda a países mal administrados no alivia la situación de pobreza.

Este estudio del BM pone de relieve auténticos problemas que merman la eficacia de la ayuda al desarrollo desde el punto de vista de los países beneficiarios, pero apenas cuestiona la actitud de los donantes, cuyas conductas, en ocasiones, restan también eficacia a la ayuda. En particular, la falta de coherencia en las políticas y la discrecionalidad en las decisiones, por no citar las ayudas ligadas a la adquisición de bienes y servicios en el país donante, que supone una reducción del valor efectivo de la ayuda. Todos ellos, temas muy delicados al afectar a aspectos ligados a la soberanía de los países receptores y donantes. Existe una relación de causa efecto entre las dificultades citadas introducidas por el consenso OCDE en la ayuda ligada y la caída general de la ayuda global al desarrollo registrada por el Comité de Ayuda al Desarrollo de la OCDE, en la última década.

Como consecuencia de la experiencia acumulada, de las críticas recibidas y del resultado de los estudios realizados, la nueva estrategia, basada en el intento de reducir la pobreza, tiene los siguientes rasgos:

1) *Un enfoque más pragmático del proceso de desarrollo*: Se trata de un proceso complejo, porque a los países no se les pueden ofrecer soluciones iguales; cada uno debe fijar su propia agenda de desarrollo y hacerla suya, junto con las reformas necesarias para incorporar la ayuda exterior; la condicionalidad debe

ser reflejo del compromiso de todas las partes interesadas en llevar a cabo las reformas, y no un intento de forzar, desde fuera, cambios en la política de los países receptores de la ayuda.

2) *Integración de elementos económicos e institucionales*: los países con un desarrollo institucional sólido han atraído capitales privados en mayor medida. El desarrollo del mercado no es suficiente para asegurar la existencia y, sobre todo, el uso eficaz de flujos financieros. El desarrollo institucional tiene un papel que jugar.

3) *Coordinación de las actuaciones*: la ayuda descoordinada o fuera de tiempo es ineficaz. Hasta ahora la ayuda ha estado muy fragmentada entre los donantes y no ha tenido en cuenta la capacidad de absorción del país receptor. Es preciso coordinar las ayudas bilaterales y multilaterales para alcanzar mayor eficacia en la reducción de la pobreza.

4) *Enfoque transnacional*: la globalización plantea problemas cuya solución no está en las manos de un país, por importante que sea. Aparecen nuevas oportunidades y también problemas que generan externalidades negativas, creando dificultades a otros países, y que, por ello, demandan soluciones globales. Como ejemplo podría mencionarse el contagio de las crisis financieras.

Este cambio profundo en las estrategias del desarrollo, que en los últimos años ha sido liderado por el BM, ha afectado a su propia actuación, que, una vez más, ha necesitado adaptarse a la nueva situación. La evolución registrada en los últimos años se refleja en los siguientes apartados:

a) El BM ha pasado de ser un intermediario financiero para el desarrollo de proyectos, a comportarse como un catalizador de recursos para el desarrollo. Hoy la importancia de la actividad del BM en la financiación del desarrollo no reside en su actividad prestamista, sino en su capacidad para movilizar recursos públicos y privados para el desarrollo. La acción de la Corporación Financiera Internacional respecto del sector privado; las reposiciones de fondos a la Asociación de Desarrollo Internacional; el estímulo a los flujos privados de capital que suponen las actividades del Centro Internacional de Arbitraje sobre diferencias en materia de inversiones extranjeras y el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones han marcado los hitos más importantes de esta evolución del GBM.

b) El GBM ha pasado de financiar infraestructuras a centrarse de forma muy preferente en la reducción de la pobreza y el desarrollo social básico. La reducción

de la pobreza es el punto de partida para una mejora de las condiciones de vida del mundo en desarrollo. Por ello, el GBM financia en ocasiones proyectos con una rentabilidad más social que financiera, incidiendo sobre todo en el desarrollo de los recursos humanos.

c) Frente a una tarea de promoción y difusión de las teorías del desarrollo, muy importante en el pasado y cuyo efecto se ha multiplicado al impulsar acciones similares de los bancos regionales de desarrollo, la preocupación actual del GBM pone el principal énfasis en el diseño de las políticas adecuadas, facilitando la asistencia técnica necesaria, y en la promoción de buenas prácticas para su aplicación.

El BM ha desarrollado una metodología general para la nueva estrategia del desarrollo que se recoge en el llamado Marco Integral de Desarrollo, cuyos elementos básicos no son nuevos, pero se han articulado de forma novedosa. Son los siguientes:

- Los obstáculos al desarrollo son estructurales y sociales, y no pueden superarse con simples políticas de ajuste y estabilización económica, sino que requieren un planteamiento global.
- Las reformas políticas y el desarrollo institucional no pueden imponerse si los países no se identifican con ellas.
- Un desarrollo eficaz requiere una acción conjunta entre gobiernos, comunidades locales, sector privado, sociedad civil y agencias de desarrollo.
- Las actividades de desarrollo deben orientarse y juzgarse teniendo en cuenta los resultados.

La implantación de este Marco Integral de Desarrollo no será fácil, ya que, entre otras cosas, supone un esfuerzo adicional en términos de recursos financieros y humanos. De momento, se ha comenzado con trece países que se han autoseleccionado. Esta implantación del nuevo marco de desarrollo supone cambios –y, naturalmente, tensiones– en la forma tradicional de actuación del BM; las dimensiones estructurales de las reformas –privatizaciones, reformas de la Administración pública y del sistema financiero– se reflejarán en un mayor peso del largo plazo en la toma de decisiones, una perspectiva en cierto modo nueva para el BM. Por otra parte, la complejidad creciente del programa de actividades del BM es peligrosa cuando en los países no existe suficiente identificación con las distintas propuestas. Una identificación que se considera esencial, pero que no es fácil y que, en todo caso, exige tiempo. La condicionalidad debe plantearse como un ejercicio

mutuo de confianza, un acuerdo entre el país receptor y los organismos de ayuda al desarrollo. La necesidad de orientar la gestión de las actividades del BM según los resultados implica reforzar las actividades de seguimiento y evaluación. Finalmente, aunque la actividad del BM ha de mantener un enfoque nacional –es decir, por países– de la ayuda al desarrollo, ha de estar enmarcado en las soluciones multilaterales que aborden los problemas de índole global.

El marco integral de desarrollo trata de poner en marcha un proceso flexible y adaptable a nuevos cambios que se producirán a través de un diálogo continuo entre países e instituciones para evaluar los resultados y prescindir de lo que no funcione. Difícil, pero atractivo.

Todo el proceso –hoy en fase experimental– se pone en marcha, como hemos indicado, a solicitud del país beneficiado. El grado de participación de cada donante dependerá de la credibilidad del programa y de la decisión del gobierno para llevarlo a la práctica. De la credibilidad dependen las aportaciones de otros agentes económicos, que se recogen en un fondo común de financiación del proyecto de desarrollo. Esta estrategia deja sin resolver, por el momento, los problemas de coordinación entre los objetivos e instrumentos de las agencias donantes y la participación del sector privado en la misma, así como los nuevos y más eficaces sistemas de control.

El reconocimiento de la importancia que hoy concede la comunidad internacional a la reducción de la pobreza, como objetivo prioritario de política económica, se ha concretado también, por una parte, en la Iniciativa para Países Pobres Muy Endeudados (IPPE) (FMI/BM) y, por otra, ha repercutido en el Servicio Reforzado de Ajuste Estructural (SRAE), que se ha convertido en el Servicio para la Reducción de la Pobreza y el Crecimiento (SRPC).

La IPPE fue aprobada en 1996 como consecuencia de la decisión tomada por el G-7 en la reunión de Halifax. Su propósito era llevar a niveles sostenibles la deuda exterior de los países con menor renta. Este tipo de países no había obtenido cuantías apreciables de créditos bancarios, situación contraria a la experimentada por una gran parte de los países de renta media, que por ello pudieron beneficiarse del Plan Brady. La mayor parte de su endeudamiento era con las IFI, que, por exigencias estatutarias, no podían realizar condonaciones. También había una parte apreciable de su endeudamiento obtenido de gobiernos o instituciones oficiales extranjeros, dado por éstos como consecuencia, principalmente, de créditos a la exportación. En 1988, siguiendo la indicación de la cumbre de Toronto, el Club

de París inició la quita sistemática a favor de los países pobres altamente endeudados, pasando de un 33 por 100 a un 50 por 100 –Londres– 87 por 100 –Nápoles– 80 por 100 –Lyon– y 90 por 100, o más –Colonia 1999–. Desde 1996 las IFI se unen, también por acuerdo del G-7, con el tratamiento de la IPPE. Para poderse beneficiar de dicha reducción, hace falta que el país cumpla una serie de condiciones, muy rigurosas en 1996 y bastante menos ahora. En primer lugar, se tiene que tratar de un país de renta baja, es decir, uno de los países aptos para poder recibir la asistencia concesional que facilita la Asociación de Desarrollo Internacional. En segundo lugar, la ayuda se establece con el objetivo de alcanzar la sostenibilidad de la deuda, y ésta se ha cifrado, después de la revisión de 1999, en una relación entre valor actual neto de la deuda y exportaciones de 150 por 100 (antes era 200-250 por 100). Para economías bastante abiertas, esta relación no es representativa de la sostenibilidad, por lo que se ha utilizado en una fórmula adicional. Aunque un país tenga una relación deuda/exportaciones inferior al 150 por 100, dicha deuda puede considerarse no sostenible si la relación entre exportación y PIB es de 30 por 100 ó más, y si sus ingresos fiscales alcanzan, como mínimo, un 15 por 100 del PIB. Para los países que cumplan estas condiciones, el valor neto actual de la deuda en relación con las exportaciones se llevará hasta el punto necesario para que se alcance una relación de 250 por 100 entre el valor actual neto de la deuda y los ingresos públicos.

Todos los acreedores deben participar en la concesión de ayuda internacional a estos países, y se distribuirán el peso de dicha ayuda en forma proporcional a su participación en la deuda. Durante los últimos años, la condonación a aplicar era la del 67 por 100, acordada por el G-7 en la reunión del Nápoles. Sin embargo, posteriormente, el nivel de condonación fue modificado, primero en Lyon y posteriormente en Colonia, alcanzando hoy el 90 por 100. La condonación de las IFI no alcanza ese nivel, sino que se limita al incremento que se ha producido entre los términos de Nápoles y los de Colonia, es decir, al 23 por 100.

Al mismo tiempo que ha aumentado mucho el grado de condonación, las exigencias impuestas para que ésta se lleve a cabo se han suavizado, sobre todo recientemente. Se trata de facilitar la ayuda antes, a fin de hacer posible el empleo de recursos en gastos que tiendan a reducir la pobreza, como los de educación y sanidad. Hay menores exigencias económicas generales, pero mayor vigilancia sobre el destino final del gasto y sobre su adicionalidad; es decir, que represente un incremento sobre el gasto interno que, en todo caso, se hubiese producido. Todas las modificaciones mencionadas han producido un aumento del

número de países afectados por esta iniciativa, que ha pasado de 29 a 36, y que podría aumentar todavía más. Al mismo tiempo, su coste también lo ha hecho, estimándose hoy en 28.000 millones de dólares, frente a 12.500 millones antes de estas modificaciones. La participación del FMI en las condonaciones se evalúa en 2.300 millones, que provendrán principalmente de los beneficios extraordinarios derivados de la venta de parte de su oro. La contribución más importante de las entidades multinacionales corresponde al BM, que ha establecido un fondo de fideicomiso, administrado por la Asociación de Desarrollo Internacional, para hacer posible tal condonación. En él participan tanto donantes bilaterales como entidades multilaterales.

El Servicio para la Reducción de la Pobreza y el Crecimiento (SRPC) del FMI es heredero del Servicio de Ajuste Estructural (SAE), creado en 1986 para facilitar recursos a los países de renta baja con problemas prolongados de balanza de pagos; se entendía que eran países de renta baja aquéllos que estaban habilitados para recibir recursos en condiciones concesionarias de la Asociación de Desarrollo Internacional. En realidad, el SAE fue sustituido de hecho a partir de 1987 por el Servicio Reforzado de Ajuste Estructural (SRAE), que, a su vez, fue reemplazado en 1999 por el Servicio que ahora consideramos. Es el principal mecanismo del FMI para otorgar respaldo financiero en condiciones muy concesionarias, junto con la iniciativa a la que se ha hecho referencia en el apartado anterior. Con el cambio de nombre de esta facilidad financiera, se quiso mostrar el compromiso del FMI con las tareas de reducción de la pobreza tradicionalmente dentro del ámbito del Banco Mundial.

Aspecto decisivo de esta actuación del FMI es su cooperación en la preparación, seguimiento y adaptación de los informes estratégicos sobre reducción de la pobreza que elaboran los países; también lo es, la integración de la nueva estrategia del desarrollo en las políticas macroeconómicas, un aspecto básico del enfoque actual de los problemas de los países pobres muy endeudados.

En definitiva, el FMI y el BM siguen desempeñando hoy un papel muy importante, pero su actuación trata de integrarse dentro de programas con los que los países se sienten identificados, a diferencia de lo que ocurría en épocas anteriores. Esta postura se deriva de una posición crítica sobre lo antes conseguido. Se considera que no son suficientes menores desequilibrios, mayor estabilidad y, en algunos casos, crecimiento de la renta si el nivel de pobreza de los países aumenta y la deuda exterior crece. Para superar esa situación, se piensa que es necesaria una importante acción de

apoyo de las IFI, pero que ésta tiene que producirse dentro programas elaborados por los países y con los que éstos se sientan identificados.

Este nuevo enfoque de la actuación del FMI, desarrollado principalmente en 1999, podría verse parcialmente modificado si se confirman las ideas recientemente avanzadas, en diferentes intervenciones, de Larry Summers, actual Secretario del Tesoro de Estados Unidos. En ellas se apunta a la conveniencia de establecer una triple asignación de funciones, con el FMI centrado en los créditos a corto plazo para países emergentes en crisis, el BM y los bancos regionales de desarrollo ocupándose de los países pobres y dejando a los mercados la financiación de los países emergentes intermedios que tienen acceso a ellos. Resulta difícil predecir cuál será el resultado que pueda derivarse de ideas tan esquemáticas, pero en algunos ámbitos abundan las críticas a lo que sus enemigos denominan las caridades del Sr. Camdessus.

4. Implicación del sector privado

Ya nos hemos referido al deseable principio de implicar al sector privado en las crisis experimentadas por los países y a las dificultades que ello entraña cuando se trata de deuda incorporada en títulos, bonos principalmente. Un problema que se agrava con la importancia creciente de esta forma de endeudamiento, en los países emergentes. Con este tipo de endeudamiento la negociación y el hacer cumplir lo pactado resulta singularmente complejo a causa del gran número de partícipes y la dificultad de concertar sus posiciones. El FMI ha procurado impulsar tal participación a través de dos vías: por una parte, trata de alentar la renegociación, promoviendo para ello, incluso, impagos de la deuda; por otra, pretende conseguir que se incluyan cláusulas específicas en los bonos emitidos por los países emergentes que permitan la adopción futura de decisiones colectivas por parte de los acreedores siguiendo reglas mayoritarias.

En general, los resultados no son muy alentadores. Un fracaso notorio fue el de Rumania a principios de 1999. El FMI recomendó una financiación voluntaria de los tenedores de bonos, que no se consiguió. El país se negó a impagar el servicio de su deuda incorporada en títulos. Más tarde, se realizó el intento de emitir en dos ocasiones bonos internacionales por un mínimo de 200 millones de dólares, no pudiendo alcanzarse esta cuantía, exigida por dicho organismo. Aunque sólo se pudo cumplir muy parcialmente tal exigencia, el FMI finalmente aprobó, en el mes de agosto, el paquete de créditos negociado. El caso de Ecuador, también en

1999, resulta bastante significativo de este pulso del FMI por conseguir la implicación del sector privado. Aunque en este caso el endeudamiento incorporado a títulos sólo alcanzaba un 5 por 100 de la deuda externa, el FMI, apoyado por Estados Unidos, forzó a Ecuador a impagar uno de los vencimientos de los bonos Brady, acción que motivó la suspensión general de todos sus bonos internacionales. Una situación relativamente similar había ocurrido en el verano de 1998 con Rusia, que decretó una moratoria internacional de ciertos tipos de deuda internacional. En este caso, los efectos negativos fueron más graves y la alarma en los mercados originó un deterioro de las condiciones financieras de otros países, especialmente en Latinoamérica, a la que ya nos hemos referido y que duraría hasta la primavera de 1999.

Ni siquiera los casos de éxito aparente que se han dado en este campo aparecen como totalmente nítidos. Así el caso de Pakistán, que tenía que realizar fuertes pagos a tenedores de bonos cuando renegociaba con el Club de París en el verano de 1998. La insistencia de los acreedores públicos obligó a Pakistán a proponer una sustitución de los bonos antiguos por otros nuevos con plazos de vencimiento más largos. Sin embargo, con posterioridad se ha conocido que gran parte de los nuevos bonos fueron comprados por los bancos públicos pakistaníes, posiblemente con el respaldo de un crédito obtenido del gobierno. Tampoco aparece clara la operación de Ucrania. La reestructuración de 1998-1999 fue poco satisfactoria. Ahora está pendiente de una reconversión de bonos con vencimientos en los años 2000 y 2001 mediante una nueva emisión a siete años, con dos de carencia y elevado tipo de intereses (10 por 100) que posiblemente responde a una ingeniería financiera de los bancos de inversión utilizados por el país, más que a una realidad de los mercados.

De lo expuesto puede concluirse que el FMI y los acreedores públicos están haciendo esfuerzos para conseguir la implicación del sector privado, y tratar de conseguir así que el país negocie con los acreedores privados en términos similares a los que están aceptando los acreedores de carácter público. No se puede decir que el resultado de su actuación hay tenido éxito hasta el momento, como tampoco lo han tenido los esfuerzos para que se incluyan en los bonos emitidos cláusulas específicas que permitan, posteriormente, la adopción de decisiones colectivas, si es que ello resulta necesario en el futuro. Ni los países ni las entidades financieras que intermedian las operaciones apoyan una fórmula que discriminaría, de hecho, tal endeudamiento.

La implicación del sector privado en los programas

de ajuste es un problema difícil. Los intentos realizados hasta ahora no han sido muy fructíferos y han resultado, generalmente, malinterpretados por los mercados. Para actuaciones futuras, se necesitará el establecimiento de principios claros, no fáciles de acordar ni de instrumentar. Se debería partir de que tal participación sólo está justificada cuando el monto de los programas de salvamento es elevado y el problema no puede solucionarse sin una quita que reduzca la deuda total. Por el contrario, no debería solicitarse tal colaboración si es previsible una solución rápida del problema que haga posible la reanudación del acceso a los mercados privados, o si el problema puede resolverse con volúmenes moderados de financiación oficial.

5. Reforma institucional

Si todos los cambios son complicados, y más en el ámbito internacional, las reformas institucionales son las más difíciles. Los avances son siempre lentos y no siempre descubren las necesidades futuras, que requieren tiempo, y frecuentemente mucho tiempo. Mencionaremos las que consideramos más importantes o, por lo menos, más prometedoras de cara al futuro.

Comité Monetario y Financiero Internacional

En los debates sobre la organización interna del FMI, se ha insistido frecuentemente en la necesidad de que entre el órgano máximo –el Consejo de Gobernadores– de carácter político y el Consejo de Directores Ejecutivos, un órgano marcadamente técnico, aunque no ajeno a la política, al estar formado por representantes de los gobiernos, debería existir otro intermedio, al que ya se había bautizado como Consejo del FMI. De alguna manera, el camino se había iniciado ya en 1974 con el llamado Comité Provisional para la Reforma del Sistema Monetario Internacional y Cuestiones Afines; después simplemente Comité Provisional. El Comité Monetario y Financiero Internacional que le ha sustituido desde octubre de 1999 deja de ser “provisional”, pero no deja de ser “consultivo”, como algunos proponentes hubieran deseado. Deberá ocuparse de los temas que se entienda que deben ser objeto de consideración por el FMI, algunos de ellos de carácter más permanente, como la situación económica mundial, y otros que se puedan plantear puntualmente como crisis, en países o áreas concretas, evolución del endeudamiento o de la pobreza, etc. Además, respondiendo a un enfoque más global de los problemas económicos internacionales, impuesto por las crisis más recientes, se incorpora al mismo el Presidente del BM, en la línea –que hoy nadie niega– de la necesidad de una mayor cooperación entre ambas IFI, en busca de

una eficacia mucho mayor. El propio cambio de nombre –que lo sería todo para los más críticos– apunta a ello, al introducir la palabra “Financiero”, superando el tradicional marco “Monetario”. Naturalmente, hay que esperar un tiempo para poder comprobar si todo esto tiene alguna importancia para lograr una cooperación del FMI y del BM más eficaz para resolver los problemas. En esta línea parece que apuntan las reuniones conjuntas que han celebrado el nuevo Comité y el Comité de Desarrollo, que, en teoría, era hasta ahora un Comité Conjunto, pero que, en la práctica, actuaba como un organismo del Banco Mundial.

Foro de Estabilidad Financiera

Creado en febrero de 1999, se reunió por primera vez en abril de dicho año. Tiene como objeto evaluar las debilidades del sistema financiero internacional y formular, en su caso, propuestas encaminadas a su mejora, además del seguimiento y supervisión de las acciones que se adopten.

Su composición se ha pensado sobre la base del principio de especialización y de las ventajas comparativas que ofrecen cada una de las instituciones. Están presentes en el Foro, en primer lugar, los representantes de los países del G-7. Cada uno de ellos podrá enviar un máximo de tres personas, que normalmente pertenecerán a sus ministerios de finanzas, a sus bancos centrales y, en su caso, a sus autoridades de supervisión bancaria, que no siempre coinciden con las anteriores. En septiembre de 1999 se añadieron a los miembros del G-7, y en las mismas condiciones, los representantes de Holanda, Australia, Hong-Kong y Singapur. Además, forman parte del Foro dos representantes de cada uno de los siguientes organismos: FMI, BM, Comité de Basilea, IOSCO (Organización Internacional de Comisiones del Mercado de Valores) e IASC (Comité Internacional de Contabilidad). Y un representante de los organismos siguientes: Banco de Pagos Internacionales, OCDE, Comité sobre el Sistema Financiero Global y Comité sobre Pagos y Compensación. Se trata, pues, de incorporar la especialización y la experiencia de todos ellos.

La Presidencia se ha adjudicado, durante los tres primeros años, al Director General del Banco de Pagos Internacionales. Se reúne, en principio, dos veces al año y funciona un llamado Grupo de Apoyo al Presidente, que en la práctica es un Comité Ejecutivo formado por representantes de las IFI y de los organismos de regulación internacional. La Secretaría, desempeñada por el Banco de Pagos Internacionales, está integrada también por funcionarios de las instituciones financieras internacionales.

El Foro de Estabilidad Financiera ha designado ya tres grupos de trabajo que han comenzado a reunirse, y que se ocupan respectivamente de "Instituciones con fuerte apalancamiento" (*Hedge Funds*), "Flujos de capital", y "Centros *Off-Shore*". Todos ellos presentarán al Foro sus conclusiones.

El Foro, y sus grupos de trabajo, realizan una labor de difusión de sus tareas y elaboran unos directorios de formación –en los que colaboran el FMI, el BM y el Banco de Pagos Internacionales– sobre supervisión bancaria, seguros, etc., y también un compendio de normas de conducta que se consideran necesarias, generalmente aceptadas, para que el sistema financiero internacional sea estable y eficiente. Participan en la elaboración de este compendio además, con el FMI, todos los organismos especializados en los diversos campos.

G-20

A iniciativa del G-7, en su reunión de septiembre de 1999, se creó este nuevo grupo, con el objetivo de ampliar el diálogo en materias económicas y financieras y de promover la cooperación para lograr un crecimiento estable y sostenible de la economía mundial. La idea surgió de la inquietud del G-7 ante los diferentes enfoques que, sobre temas relacionados con el funcionamiento del sistema financiero internacional, habían apreciado en sus cambios de impresiones con países en desarrollo, y en particular con países emergentes. Se trataba de tener un intercambio de ideas para una mejor comprensión de las respectivas posiciones y, eventualmente, para tener más en cuenta dichos puntos de vista.

Hasta ahora había dos grupos informales –el G-22 y el G-33– que atendían esta necesidad y que, en diferentes momentos, se habían ocupado de temas como la crisis asiática o algunos aspectos del sistema monetario internacional. El G-20 viene a tomar el relevo en esta tarea –más necesaria que nunca– de impulsar un diálogo regular entre países industrializados y países emergentes.

El G-20 está formado por representantes de los países que forman el G-7, a los que se añaden los presidentes de la Unión Europea, del Banco Central Europeo, del Banco Mundial, el Director Gerente del FMI, más los representantes de los países emergentes (por el momento, los once incorporados son: Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, China, Corea, India, México, Rusia, Suráfrica y Turquía). El G-20 no dispone de entramado institucional alguno, ni siquiera de Secretaría, cuyas tareas atienden las IFI. Se reunió por primera

vez en noviembre de 1999 en Vancouver, y lo hará dos veces por año, tanto a nivel técnico como político. La primera reunión a este nivel fue en Berlín, en diciembre de 1999.

Necesidad de mayor coordinación

Estos nuevos organismos –o mejor comités, grupos, foros, etc.– surgen de la necesidad, en la que hemos insistido, de una mayor coordinación de las acciones nacionales e internacionales ante la evolución progresiva, y creciente, del proceso de globalización al que asistimos. En Bretton Woods esto era menos necesario, como ya se ha indicado, pero también más viable por el liderazgo indiscutido de Estados Unidos. Una de las características de la cooperación en las últimas décadas es la reducción de tal liderazgo y su sustitución por una responsabilidad compartida por los principales países industrializados, que han de ponerse de acuerdo. La experiencia indica que es más fácil lograr el acuerdo sobre temas muy generales –por ejemplo, la conveniencia, y aun la necesidad, de coordinar las políticas– que sobre puntos concretos –por ejemplo, en qué campos, cómo hacerlo y hasta dónde deben primar la estabilidad económica o la equidad distributiva. Estas incertidumbres afectan también a los foros diseñados para realizar las tareas de cooperación internacional. Por eso se discuten detalles aparentemente nimios sobre los mandatos de las IFI y por eso nacen en ocasiones otros foros que, con criterios de eficacia, debían estar más concentrados. Pero, por razones políticas, no se quiere atribuir más poder a ciertas instituciones sobre cuya actuación futura no se pueden tener seguridades plenas.

Así las cosas, entre el Comité Monetario y Financiero Internacional, el G-20 y el Foro de Estabilidad Financiera hay que esperar problemas de encaje, de ajuste de sus agendas, de posible solapamiento de sus acciones. Los resultados serán, sin duda, manifiestamente mejorables; las vías, lentas y no exentas de contradicciones, incluso de retrocesos en algunos casos. Todo ello es inevitable en una situación como la presente, en la que los países tienen una amplia autonomía en muchos aspectos de la política económica –no tanta ya en política monetaria, incluso sin referirnos a aquellos que participan en una unión monetaria–, y en la que, sin embargo, son más interdependientes y resultan cada vez más afectados por las políticas de los otros países, sobre todo de los que más peso tienen en la economía mundial. La coordinación, con todas sus dificultades, es la única receta válida, mucho más si, como es el caso, hay una buena dosis de ambigüedad en las normas que, para algunos, es además algo deseable en el ámbito internacional y necesario para per-

mitir la adaptación futura a situaciones nuevas difíciles de anticipar.

La historia de la Organización Económica Internacional, que nació después de la segunda guerra mundial, a partir de unas decisiones sin precedentes, decisivas para el funcionamiento de la economía mundial durante el último medio siglo, es una historia de adaptaciones sucesivas a circunstancias cambiantes que han ido por delante y a las que, con más o menos éxito, ha intentado seguir. El camino se ha ido haciendo al andar y, en general, ha sido marcado por la evolución política, económica y social del mundo. La globalización –con factores tecnológicos determinantes– ha venido a acelerar esta evolución. La adaptación de todos –de las IFI también– ha de continuar. Habrá momentos de mayor tensión, en casos de crisis o de amenaza de crisis, y otros de mayor tranquilidad relativa –por ejemplo el año 1999–, pero no se podrá bajar la guardia.

Las IFI tienen ante sí, como siempre, dos caminos alternativos: Volver a sus orígenes y aislarse de unos problemas internacionales que hoy se manifiestan, por un lado, en desequilibrios fuertes, volatilidad de los cambios, aumento de los niveles de pobreza, etc. Es lo que, al parecer, desea algún sector del Congreso de Estados Unidos –en una posición que no es nueva, por cierto–, al que se unen algunos economistas que, todavía, sostienen que el mercado puede y debe resolver todos los problemas que plantea la economía nacional o internacional. El otro trataría de resolver todo, desde los gobiernos y desde los organismos internacionales, con una combinación de acciones que llevarían a decidir la dirección y los volúmenes de los flujos de capital, y quizás incluso las garantías, más o menos implícitas. El “tercer camino” es, a nuestro juicio, el único que puede conducir a puerto en un mundo cambiante y con estados independientes. Con esta idea nacieron los organismos económicos internacionales, y así deben continuar.

BIBLIOGRAFÍA

- BAGEHOT, W. (1962), *Lombard Street*. Homewood, IL, Richard D. Irwin.
- BALDWIN, R.E., y MARTIN, Philippe (1999), “Two waves of globalization: Superficial similarities. Fundamental differences”, *NBER Working Paper*, núm. 6904, junio.
- BANCO MUNDIAL (varios años), *Informes anuales*.
- (varios años), *Informes sobre el desarrollo mundial*.
- BHAGWATI, Jagdish (1998a), *IMF Economic Forum: Capital account liberalization: What is the best stance*, Washington, 2 de octubre.
- (1998b), “The capital mythg”, *Foreign Affaires*, mayo-junio.
- BORDO, M.D. (1989), “The lender of last resort: Some historical insights”, *NBER Working Paper*, núm. 3011, junio.
- BORDO, M.D.; EICHENGREEN, B., y Kim JONGWOO (1998), “Was there really an earlier period of international financial integration comparable to today?”, *NBER Working Paper*, núm. 6738, septiembre.
- BREALEY, R. (1999), “The Asian Crisis: Lessons for Crisis management and prevention”, *Bank of England Quarterly Review*, vol. 39, núm. 3.
- BUSTELO GÓMEZ, P. (2000), “La construcción de una nueva arquitectura financiera internacional: progresos y propuestas”, *Boletín Económico ICE*, núm. 2642, enero-febrero.
- CALOMIRIS, Ch. (1998), *Blueprints for a new global financial architecture*, Nueva York, Columbia Business School, octubre (pendiente de publicación).
- CALVO, Guillermo (1998), “Balance of payments crises in emerging markets: Large capital inflows and sovereign governments”, presentado en la *Conferencia del NBER sobre las crisis actuales*, Cambridge, MA, marzo.
- CARAMAZZA, F., y JAHANGIR, Aziz (1998), “Fixed or flexible? Getting the exchange rate right in the 1990s”, *Economic Issues*, núm. 13, Washington DC, International Monetary Fund.
- DE LONG, J. Bradford (1998), “Helping countries prepare for international capital flows”, *USIA Economic Perspectives*, 5 de agosto (<http://econ161.berkeley.edu/Comments/USIA.html>).
- DEUSTCHE BUDESBANK (1999), “Recent approaches to involving the private sector in the resolution of international debt crises”, *Informe mensual*, diciembre.
- DORNBUSCH, R.; GOLDFAJN, I., y VALDÉS, R. (1995), “Currency crises and collapses”, *Brooking Papers on Economic Activity*, 2, págs. 219-295.
- EDWARDS, S. (1998), “Capital flows, real exchange rates and capital controls: Some Latin American experiences”, *NBER Working Paper*, núm. 6800, noviembre.
- EICHENGREEN, B. (1992), *Golden Fetters: The gold standard and the Great Depression, 1919-1939*, Nueva York, Oxford University Press.
- (1994), *International monetary arrangements for the XXI century*, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- (1998a), *Capital controls: Capital idea or capital folly*, (<http://elsa.berkeley.edu/users/eichengr/POLICY.HTM>).
- (1998b), “Bailing in the private sector”, documento enviado a la *Conferencia Asia: An Analysis of Financial Crisis*, Chicago, IL, octubre.
- (1999), *Toward a new international financial architecture. A practical Post-Asia agenda*, Washington, DC, Institute for International Economics.
- EICHENGREEN, B., y WYPLOSZ, C. (1993), “The unstable EMS”, en *Brookings Papers on Economic Activity*, págs. 51-143.
- EICHENGREEN, B.; Andrew K. ROSE, y Charles WYPLOSZ (1996), “Contagious currency crises”, *NBER Working Paper*, núm. 5681, julio.
- FELDSTEIN, M. (1998), “Reforming the IMF”, *Foreign Affairs*, mayo-abril.
- FERNÁNDEZ GARCÍA, M. J. (2000), “Nuevas estrategias para la reducción de la pobreza. El papel del FMI”, Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y PYME (Ministerio de Economía y Hacienda), *II Jornadas sobre Financiación Multilateral*, Madrid, febrero.
- FERNÁNDEZ DE MESA, I., y RAMOS RUIZ, G. (2000), “Reforma de las instituciones financieras internacionales. El papel de Europa”, Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y PYME (Ministerio de Economía y Hacienda), *II Jornadas sobre Financiación Multilateral*, Madrid, febrero.

- FERRER, F. (2000), "La iniciativa HIPC. La vertiente multilateral", Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y PYME (Ministerio de Economía y Hacienda), *II Jornadas sobre Financiación Multilateral*, Madrid, febrero.
- FISCHER, S. (1998), "Capital-account convertibility?", en Stanley FISCHER; Richard N. COOPER; Rudiger DORNBUSCH; Peter M. GARBER; Carlos MASSAD; Jacques J. POLAK; Dani RODRIK, y Savak S. TARAPORE, *Should the IMF pursue capital account convertibility? Essays in international finance*, Princeton University, núm. 207, mayo.
- (1999), "On the need for an international lender of last resort", versión revisada de la enviada a la *Reunión de la American Economic Association y la American Finance Association*, Nueva York, enero.
- FMI (1998), "Theoretical and practical aspects of capital account liberalization", *Documento SM 98/187*, julio.
- (varios años), *World Economic Outlook*.
- (varios años), *International Capital Markets*.
- FRANKEL, J. (1999), "No single currency regime is right for all countries or at all times", *NBER Working Paper*, núm. 7338, septiembre.
- FREIXAS, J. (1999), *The lender of last resort in today's financial environment*, Centre de Recerca en Economia Internacional, Universidad Pompeu Fabra, Barcelona, noviembre.
- GARDNER, D. (1994), *La diplomacia del dólar y la esterlina*, edición española de Círculo de Lectores, Galaxia Gutenberg, Madrid.
- GIANNINI, C. (1998), "Enemy of none but a common friend of all? An international perspective of the lender of last resort function", Princeton University, *Essays in International Finance*, núm. 214, junio.
- GUTIÁN, M. (1995), "Capital account liberalization: Bringing policy in line with reality", en S. EDWARDS (ed.), *Capital controls, exchange rates and monetary policy in the world economy*, Cambridge University Press.
- (1999a), "Orden financiero internacional: un reto para el fin de siglo", *Moneda y Crédito*, núm. 208, Madrid.
- (1999b), "Economic policy implications of global financial flows", *Finance Development*, marzo.
- GUTIÁN, M., y VARELA, F. (2000), *Los sistemas financieros ante la globalización*, Universidad de Alcalá (pendiente de publicación).
- HAUSSMAN, R.; Michael GAVIN, Carmen PAGÉS-SERRA, y Ernesto STEIN (1999), "Financial turmoil and the choice of exchange rate regime", Trabajo elaborado en el Banco Interamericano de Desarrollo y presentado en la reunión que tuvo lugar en Madrid en marzo.
- KLEIN, M., y Giovanni OLIVEI (1999), "Capital account liberalization, financial depth, and economic growth", Federal Reserve Bank of Boston, *Working Paper*, núm. 99-6, agosto.
- KRUGMAN, P. (1995), "What do we need to know about the international monetary system?", en Peter KENEN (ed.), *Understanding interdependence: The macroeconomics of the open economy*, Princeton, NJ, Princeton University Press, págs. 509-529.
- LÓPEZ MEJÍA, A. (1999), "Large capital flows: A survey of the causes, consequences and policy responses", *IMF Working Paper*, WP número 17, febrero.
- MELTZER, Allan H. (1998), "What's Wrong with the IMF? What Would Be Better?", preparado para la Conferencia del Banco de la Reserva Federal de Chicago sobre Asia, *An analysis of financial crisis*, octubre.
- MUNDELL, R.A. (1994), "The European Monetary System 50 years afert Bretton Woods: A comparison between two systems", *Project Europee 1985-1995*, Siena.
- NURKSE, R. (1944), *International currency experience: Lessons of the Interwar Period*. League of Nations, Princeton, NJ.
- PASCUAL, J. L. (2000), "Propuestas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero internacional", Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y PYME (Ministerio de Economía y Hacienda), *II Jornadas sobre Financiación Multilateral*, Madrid, febrero.
- RODRIK, D. (1998), *Who needs capital-account convertibility?*, Cambridge, MA, Harvard University, febrero.
- (1999), "The new global economy and developing countries: making openness work", *Overseas Development Council Policy Essay*, número 24, Washington, DC.
- ROGOFF, K. (1999), "International institutions for reducing global financial instability", *Journal of Economic Perspectives*, 13.
- SACHS, J. (1995), *Do We Need and International Lender of Last Resort?*, Frank D. Graham Lecture, Princeton University, Princeton NJ, 20 de abril.
- (1998a), *The onset of the East Asian financial crisis*, Cambridge, MA, Harvard Institute for International Development, marzo.
- (1998b), "Creditor panics: Causes and remedies", *Financial Times*, 5-11-1998.
- SCHWARTZ, A.J. (1986), "Real and pseudo-financial crises", en F. CAPIE y G.E. WOOD (eds.), *Financial crises and the world banking system*, Londres, Macmillan.
- (1998), "Time to terminate the ESF and the IMF", *Foreign Policy Briefing*, núm. 48, The Cato Institute, 26 de agosto.
- SHIELDS, J. (1997), "The evolving role of the IMF in the light of the 1994/95 mexican crisis", Banco de Inglaterra, *Boletín Trimestral*, agosto.
- SNEDDON, J.; OLIVER, G.P. (1999a), "Why the interest in reforming the International Monetary System?", *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, septiembre-octubre.
- (1999b), "Rethinking the International Monetary System: an overview", *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, noviembre-diciembre.
- STIGLITZ, J. (1998), *The role of international financial institutions in the current global economy*, Chicago.
- SUBDIRECCIÓN GENERAL DE INSTITUCIONES FINANCIERAS MULTILATERALES (2000), "La nueva estrategia del desarrollo", Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y PYME (Ministerio de Economía y Hacienda), *II Jornadas sobre Financiación Multilateral*, Madrid, febrero.
- VARELA, F. (1996), *Nuevos cauces de la financiación internacional*, Fundación Argentina.
- VARELA, M. (1969), *El Fondo Monetario Internacional*, Guadiana de Publicaciones, Madrid.
- VARELA, M., y VARELA, F. (1974), *El Sistema Monetario Internacional. Presente y futuro*, Editorial Planeta, Barcelona.
- (1998), *Sistema monetario y financiación internacional*, Ediciones Pirámide, Madrid.
- WHITE, W.R. (2000), "What have we learned from recent financial crisis and policy responses?", *Bank for International Settlements Working Paper*, núm. 84.
- WIJNHOLDS, J. de Beaufort (1998), *IFM Economic Forum: Capital account liberalization: What is the best stance*, Washington, 2 de octubre.