

Hacia un nuevo Sistema Monetario Internacional

Juan José Toribio (*)

Los acontecimientos financieros internacionales de la década presente y, en especial, los episodios de crisis que han afectado a zonas enteras del mundo han supuesto un punto de inflexión en la comprensión de este tipo de fenómenos. Se ha generalizado, en consecuencia, la convicción de que el Sistema Monetario Internacional necesita cambios profundos. El presente trabajo aborda el posible sentido de esas reformas. Se estructura para ello en tres apartados. El primero analiza las razones de la reforma. En el segundo se exponen algunas de las propuestas –en general, poco formalizadas– planteadas hasta la fecha. En el tercero y último se sugieren los elementos fundamentales de la nueva arquitectura del sistema. Lejos de pretender haber cerrado el tema, el trabajo se plantea como base de discusión.

I. EL PORQUÉ DE LA REFORMA

Como es sabido, el actual Sistema Monetario Internacional es todavía heredero directo del diseñado en la Conferencia Monetaria y Financiera de las Naciones Unidas, celebrada en Bretton Woods del 1 al 22 de julio de 1944, con asistencia de 44 países y representación de otro (Dinamarca). La Conferencia creó, como piedra angular del Sistema, el Fondo Monetario Internacional, cuyo Convenio Constitutivo fue firmado, ya finalizada la Guerra Mundial, el 27 de diciembre de 1945. La primera Asamblea de Gobernadores se celebró en Savannah, Georgia, el 8 de marzo de 1946. El Fondo comenzó las operaciones financieras el 1 de marzo de 1947. Al mismo tiempo, la Conferencia de Bretton Woods promovió la creación del Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo (“Banco Mundial”) y previó la fundación de una Organización Internacional de Comercio, que ha tardado casi cincuenta años en ponerse en funcionamiento, aunque

alguna de sus funciones fueron asumidas por el GATT, establecido en 1947 (1).

Los participantes en la Conferencia de Bretton Woods asignaron al FMI tres funciones esenciales. Primero, administrar un código de conducta respecto a las políticas de tipos de cambio (que debían permanecer estables) y a los flujos por transacciones de cuenta corriente (cuya liberación se propugnaba en un esquema multilateral). Segundo, proveer a los países miembros de recursos financieros que les permitieran observar el código de conducta mientras procedían a corregir sus desequilibrios de pagos. Tercero, proporcionar un foro en el que los países pudieran celebrar consultas y colaborar en temas monetarios internacionales.

Obviamente, los esquemas comerciales, financieros y monetarios han experimentado cambios sustanciales, que configuran hoy un escenario global muy distinto del vigente al término de la Segunda Guerra Mundial. Las transformaciones han sido graduales y constantes, aun cuando en el proceso de cambio pueden señalarse puntos de ruptura, que constituyen otros tantos hitos repetidamente analizados (2).

El más importante de ellos –en opinión de casi todos los analistas– tuvo lugar el 15 de agosto de 1971, cuando, tras una reunión de altos funcionarios en Camp David, el presidente Nixon anunció la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro, que había constituido hasta entonces la base del sistema. Un realineamiento general de paridades fue acordado el 18 de diciembre del mismo año, tras una conferencia en la Smithsonian Institution, con la esperanza de servir de base para una nueva era de paridades fijas, pero tensiones inmediatas en los mercados de cambios y la primera crisis del petróleo, dos años después, hicieron fracasar el esquema (3).

La Asamblea de Gobernadores creó en 1972 un Comité de Gobernadores para la Reforma del SMI ("Comité de los Veinte") cuyas funciones fueron seriamente obstaculizadas por la propia crisis petrolífera y sus consecuencias financieras. Sustituido por un "Comité Interino" en 1974 (todavía vigente en la actualidad) los trabajos continuaron, hasta cristalizar en una enmienda al Convenio Constitutivo del FMI que entró en vigor en abril de 1978 (4). La enmienda abolió el papel del oro en las transacciones del Fondo, sustituyéndole por los derechos especiales de giro (creados en 1969) cuya utilización se comprometió a promover, aun cuando la fortuna no le acompañara después en el intento. La enmienda reconoció, asimismo, la multiplicidad de regímenes de tipos de cambio, aunque continuó encomendando al Fondo una función de vigilancia sobre la aplicación de los mismos y previó la posibilidad de volver a un esquema general de paridades fijas "cuando las circunstancias lo permitieran". También anticipó la sustitución del Comité Interino por un Consejo, con poder de decisión, pero este nuevo organismo no ha sido todavía creado, ni existe hoy una opinión mayoritaria en su favor (5).

Nuevos retos al Sistema fueron planteados por la segunda crisis del petróleo en 1979 y la llamada "crisis de la deuda" de 1982, que afectó al continente sudamericano y otros países en vías de desarrollo. Pero fueron, quizá, las crisis financieras de México en 1994 (convertida en internacional por el llamado "efecto tequila") y las generadas en el Este asiático y en Rusia a lo largo de 1997-1998, con su efecto de contagio en Iberoamérica, los episodios que, con mayor dramatismo, pusieron de relieve la existencia de nuevas condiciones y la urgente necesidad de acometer los trabajos para una "nueva arquitectura" del Sistema Monetario Internacional.

La secuencia de los acontecimientos ha seguido una pauta casi uniforme en estas últimas crisis. Casi todas ellas comenzaron al producirse una pérdida de confianza de los mercados financieros internacionales hacia los países respectivos. Se produjeron, en consecuencia, salidas aceleradas de capitales, que generaron una fuerte presión bajista sobre los tipos de cambio, en cuya contención los bancos centrales respectivos agotaron sus reservas de divisas. No pudo, en última instancia, evitarse el colapso de las paridades y, con él, la insolvencia del país. Los inversores extranjeros, afectados por fuertes pérdidas, extendieron su desconfianza hacia otros mercados, en un rápido efecto de contagio. Incluso los mercados bursátiles de los propios países inversores recibieron también el impacto negativo, aunque diversos acontecimientos facilitaron después su recuperación.

Cuáles fueron las circunstancias que, en todos los casos, propiciaron la pérdida de confianza de los inversores –origen de las crisis– es algo todavía sujeto a análisis y reflexión, pero una clara comprensión de las mismas, así como de los mecanismos de contagio en los mercados, resultan imprescindibles para prevenir acontecimientos similares en el futuro. La incertidumbre respecto a ese tipo de episodios, el fatalismo con que parecen contemplarse y la cadencia implacable con que se presentan amenazan con afectar "al crecimiento equilibrado del comercio e inversión internacional", así como a los "altos niveles de empleo y renta y al desarrollo de los recursos productivos de todos los países" que, de acuerdo con el artículo I del Convenio Constitutivo del Fondo, eran literalmente las metas declaradas de la Conferencia de Bretton Woods.

Los participantes en ella no pudieron, sin duda, prever el alcance que la globalización financiera llegaría a tener, la abrumadora primacía de los movimientos de capital sobre las transacciones por cuenta corriente, la intensidad de la contratación de divisas en tiempo real, la velocidad de la difusión de información, el desarrollo de los inversores institucionales y la aparición de nuevos titulares del "gran capital" (los fondos de pensiones), acontecimientos, todos ellos, definidores del mundo financiero del fin de siglo.

Todos esos elementos deben ser considerados para acometer una reforma en profundidad del SMI, bien en forma gradual, bien mediante una nueva conferencia, que no necesariamente habría de celebrarse en Bretton Woods.

II. ALGUNAS PROPUESTAS

A raíz de las crisis financieras de 1997-1998, han abundado los llamamientos a un replanteamiento, más o menos parcial, de las bases del sistema. Ninguno ha descendido a los detalles del nuevo diseño, aun cuando en la mayoría se aprecia un sentido de urgencia que va conformando todo un estado de opinión.

1. Quizás el primer llamamiento a la reforma fue llevado a cabo por el primer ministro británico, Tony Blair, en una conferencia pronunciada en la Bolsa de Nueva York el 21 de septiembre de 1998, que mereció la atención de toda la prensa financiera internacional. Blair analizaba los acontecimientos en Asia y Rusia, y proponía medidas a corto plazo que coincidían con la intención declarada del propio FMI. Respecto al largo plazo, señalaba como grandes prioridades: incremento de la transparencia, mejora de la supervisión financiera, compromiso de la comunidad internacional

para dotar de recursos permanentes al FMI, abordar el problema de los flujos masivos de capital e incremento de la regularidad y rendición de cuentas de las instituciones multilaterales.

2. El gobierno francés formuló también un proyecto de reforma del sistema, que propuso fuese asumido como iniciativa europea. En ella se proponía respaldar al FMI como “piedra angular del edificio de las finanzas internacionales”, dotándole de mayores recursos; institucionalizar las consultas entre los países industrializados y las economías emergentes; el reforzamiento y transparencia de los sistemas financieros, y una apertura ordenada de los mercados de capitales. Todo ello debería equivaler a “un nuevo compromiso de Bretton Woods”, aunque no quedaba claro si se proponía formalmente una conferencia para formalizar el citado compromiso.

3. El propio Comité Interino de FMI aprobó, el 4 de octubre de 1998, un informe del Directorio, relativo al “Reforzamiento de la arquitectura del Sistema Monetario Internacional” y publicado junto con los documentos de la 51ª reunión del citado Comité. En el informe se subrayaba la necesidad de incrementar la transparencia de las operaciones, reforzar los sistemas bancarios, promover una integración ordenada de los mercados financieros e involucrar a los sectores privados en la resolución de las crisis.

4. En el mundo académico han abundado también las sugerencias, algunas tan radicales como la de disolución del FMI y los restantes organismos multilaterales o la de generalización de los *currency boards*. Pero quizá la propuesta más elaborada –aun en su parcialidad– haya sido la formulada por George Soros.

En efecto, en un artículo publicado en *Financial Times* (6), que encontró eco inmediato en casi todos los medios de comunicación, el financiero George Soros, Vicepresidente del Open Society Institute, hizo un llamamiento formal a los gobiernos para convocar una “nueva conferencia de Bretton Woods” (aunque, obviamente, el lugar de celebración de la misma no sería un extremo relevante) destinada a construir un nuevo sistema monetario internacional o, al menos, a modificar el actual en algunos aspectos sustanciales.

El objetivo último de tal propuesta sería orientar la nueva arquitectura hacia la prevención, más que la solución, de las crisis financieras internacionales. El instrumento sugerido sería la reforma del actual Fondo Monetario Internacional para transformarlo en una entidad “prestamista de última instancia” (PUI), más allá, por tanto, del simple carácter de prestamista ocasional

(y a remolque de los acontecimientos) que desde su creación mantiene el Fondo Monetario Internacional.

Ante los temores de gigantismo financiero y político que una entidad de ese tipo podría suscitar, G. Soros advierte que el nuevo FMI no actuaría como PUI de cada uno de los 185 países que hoy lo integran, sino de un grupo selecto de éstos que se comprometiera a cumplir una serie de condiciones. Entre tales compromisos, propone Soros los siguientes:

- A) Arbitrar políticas macroeconómicas razonables.
- B) Mantener un sistema bancario sano, con un mecanismo adecuado de supervisión.
- C) Proporcionar información transparente, tanto al FMI como a los mercados financieros.
- d) Establecer un esquema de tipos de cambio flexibles.
- e) Dictar medidas para controlar los flujos excesivos de capitales.
- f) Mantener sistemas apropiados de *corporate governance*.
- g) Disponer de leyes y normas concursales efectivas.
- h) Respetar los derechos humanos fundamentales.
- i) Aceptar el imperio de la ley.

A cambio de ello, el FMI se comprometería a proporcionar a esos países un flujo adecuado de financiación cuando los mercados financieros internacionales no parecieran dispuestos a otorgar los fondos demandados. En eso consistiría, precisamente, la función de PUI preconizada.

Aquellos países que no desearan (o no fueran capaces de) asumir tales compromisos continuarían teniendo acceso, no automático, a recursos del FMI, en las mismas condiciones que hasta el momento actual. En los casos de crisis grave, la condicionalidad del Fondo se extendería también a los acreedores, públicos o privados, del país en cuestión, de forma que también ellos participarían en los costes de la solución de la crisis.

La propuesta de Soros reconoce que el propuesto carácter de prestamista de última instancia convertiría al FMI en un auténtico banco central inter-

nacional, por lo que sugiere también que se le dote de facultades “para regular el marco de los flujos internacionales de capital, lo que obviaría la necesidad de intervenir como PUI”.

Como regulador internacional del crédito y la oferta de dinero, el nuevo FMI debería considerar no sólo los problemas de los países periféricos, sino también los de aquellos que constituyen el núcleo central del sistema global. “Sería inapropiado –concluye Soros– que la Reserva Federal americana o el Banco Central Europeo aceptaran ver limitada su autonomía por un organismo internacional; pero ambas instituciones podrían estar representadas en los órganos de gobierno del FMI y, en ese contexto, les sería más fácil coordinar sus responsabilidades globales”.

Como puede advertirse, la propuesta de Soros no descende a detalles cruciales de organización, sistema de adopción de decisiones, corresponsabilidad, etcétera. Tampoco parece considerar que la función de prestamista de última instancia requiera una serie de condiciones, que analizaremos más adelante. Sin ellas, la función podría resultar poco creíble para los mercados, quienes probablemente tenderían a provocar situaciones límite, en las que se pondría a prueba la capacidad del presunto PUI para cumplir con eficacia su cometido. Ningún prestamista de última instancia desea tener que demostrar que lo es en la realidad, ni es bueno para el sistema que se le fuerce a ello. La mayor utilidad sistémica del PUI estriba en su credibilidad, no en el ejercicio práctico de su función.

Con todo, la propuesta de Soros contiene algunos elementos valiosos, que no deberían, quizá, relegarse al olvido. Varios de ellos son analizados en los párrafos que siguen.

III. LOS SILLARES DE LA NUEVA ARQUITECTURA

1. Afrontando la globalización

Cualquier intento de diseño de un nuevo Sistema Monetario Internacional o de simple reforma del existente debe, obviamente, considerar las exigencias, limitaciones y condicionamientos de la “globalización financiera” en la que hoy vivimos, entendiendo por tal la interconexión de los mercados financieros en tiempo real, al amparo de las nuevas tecnologías de información. No parece necesario insistir aquí sobre las características del fenómeno, que ha sido ya objeto de discusión y reflexiones en diversos foros, aun cuando posiblemente su análisis no haya sido todavía agotado.

Este nuevo entorno, tan distinto del que prevalecía en la época histórica en la que se convocó la conferencia de Bretton Woods, plantea, como mínimo, dos cuestiones fundamentales: la relativa a los flujos financieros internacionales (o en, términos técnicos, “convertibilidad de la cuenta de capital”) y la referente a los regímenes de tipo de cambio. Ambas cuestiones plantean espinosos problemas, cuya solución no puede demorarse por mucho tiempo si aspiramos a lograr un sistema monetario estable.

A) “Convertibilidad de la cuenta de capital” es la expresión técnica que el FMI aplica a la liberalización de movimientos de capitales, en paralelo a la “convertibilidad de la cuenta corriente” (o liberalización de los pagos de ese carácter) definida en el Convenio Constitutivo del Fondo. Tal terminología se refiere, pues, a una cuestión candente, como es la del grado de libertad que ha de otorgarse a los flujos financieros internacionales.

De acuerdo con una opinión bastante popular, las crisis financieras recientes son una consecuencia inevitable de la libertad de movimientos de capital hoy existente en el mundo financiero. La misma opinión subraya la ausencia de regulaciones al respecto, que alguien (presumiblemente una agencia multilateral) debería arbitrar, para impedir –se dice– que la especulación siga campando por sus respetos en los mercados de divisas y en los de activos financieros internacionales.

La evidencia empírica apunta, sin embargo, hacia una realidad bastante más rica y más compleja. En primer lugar, parece fuera de toda duda que la libre movilidad de capitales, en un contexto global, ha realizado contribuciones sustantivas al crecimiento de la economía mundial, a través de una mejor asignación del ahorro internacional a inversiones productivas eficientes. En segundo término, la libertad de movimientos de capital –en sí misma deseable– es también inevitable, habida cuenta de los desarrollos tecnológicos y de las interacciones económicas y culturales en todo el planeta. En tercer término, varias de las crisis financieras experimentadas (en particular, las del Este asiático) parecen asociadas no a una libertad de movimientos de capital (allí inexistente), sino, por el contrario, a un cúmulo irracional de restricciones a los flujos financieros. Varios países de la zona –Corea entre ellos– mantenían fuertes obstáculos a la entrada de inversión directa, e incluso, serias reservas a la adquisición de activos financieros a largo plazo por parte de extranjeros, a la par que permitían y estimulaban el endeudamiento a corto plazo en divisas de las entidades bancarias nacionales, como fórmula para ob-

tener una financiación más barata de la economía interna. La irracionalidad de tal esquema quedó demostrada tan pronto como los capitales internacionales iniciaron su retirada de la región, poniendo en evidencia los abultados riesgos de solvencia, de tipo de cambio y de tasas de interés en los que los bancos locales habían llegado a incurrir, a impulsos de la legislación allí vigente.

Probablemente, y a pesar de la globalización, el actual panorama de los movimientos internacionales de capital continúa hoy más caracterizado por la abundancia, asimetría y contradicciones de los sistemas reguladores nacionales que por la libertad de los flujos financieros. El reto principal no estriba, por tanto, en añadir, nuevos obstáculos a la libre circulación de capitales, sino, por el contrario, en estimular un régimen de libertad de manera ordenada y coherente.

Se han elaborado, en el seno del Fondo Monetario Internacional, diversos trabajos que apuntan a la necesidad de que la superación de las actuales regulaciones en muchos países se lleve a cabo de acuerdo con una secuencia lógica, asegurándose de que el sistema bancario doméstico está suficientemente preparado para ello, contando con la oportuna asistencia técnica del FMI y bajo el principio de *no backsliding*, es decir, de no vuelta atrás en aquellas restricciones que hayan sido derogadas. Si, una vez obtenida la liberalización de capitales, un país considerara que circunstancias críticas aconsejan reimponer controles de emergencia, debería entrar en contacto con el FMI para acordar con éste el tipo, intensidad y alcance de las restricciones sugeridas, con un calendario preciso para su derogación. Las regulaciones “de acuerdo a mercado” (los impuestos, por ejemplo) serían siempre preferidas a las que establecen una prohibición absoluta o una restricción cuantitativa a los flujos. Este esquema podría quizá constituir la base para la firma de un acuerdo internacional que clarificase definitivamente el panorama de los movimientos de capital y terminara con la aplicación unilateral de restricciones. Exigiría en todo caso un acuerdo para enmendar el artículo I del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional (7), pero ello no debería constituir mayor problema.

B) Una vez despejado el escenario de los flujos financieros, será también necesario reflexionar sobre los regímenes de tipos de cambio, a la vista de los condicionamientos que para ellos impone la libre movilidad de capitales. Prácticamente todas las crisis financieras han tenido como denominador común la existencia previa de un esquema de tipos de cambio fijos o prefijados, mediante una senda de *crawling peg*. En la gran mayoría de las ocasiones (como ad-

vertimos más arriba, al describir la secuencia de acontecimientos), las crisis financieras han venido precedidas de un intento infructuoso de mantener inalterado un tipo de cambio, difícilmente compatible con el marco de la política económica hasta entonces aplicada por las autoridades.

En su versión más típica, el problema comienza con la adopción de un tipo de cambio fijo, como “ancla” –se anuncia– de la política económica. Los gobiernos correspondientes se muestran, sin embargo, poco dispuestos a vivir las exigencias de tal esquema, entre ellas la de mantener la demanda interna bajo control, bien mediante recortes correspondientes del gasto público, bien mediante una disciplina monetaria que modere el gasto privado. El exceso de demanda (pública o privada) así generado no crea grandes presiones inflacionistas, porque el tipo de cambio fijo hace que los efectos de aquélla se desvíen hacia el exterior, dando lugar, sin embargo, a déficit crecientes de la balanza por cuenta corriente. La sociedad no experimenta, pues, los efectos negativos de la inflación, pero tampoco se muestra muy afectada por un déficit exterior que pocos ciudadanos valoran y que, en todo caso –se les advierte– es “perfectamente financiable”, como lo demuestra –también se les dice– el intenso flujo de capitales externos, “prueba de la confianza que la política económica del país suscita”.

Esta secuencia se ha vivido una y otra vez antes de las crisis. Como resultado de ella, muchos prestatarios domésticos y algunos inversores externos llegan a perder el sentido del riesgo de cambio, dando lugar a una sobrefinanciación de la economía, atraídos los primeros por la abundancia de la oferta de fondos prestables y los segundos por el *spread* (a veces, ni siquiera excesivo) con que el país retribuye a sus pasivos financieros. Cuando la perpetuación del déficit exterior comienza a inquietar a los mercados y aparecen los primeros síntomas de alarma, el esquema ha llegado ya demasiado lejos. Los mismos mercados que sobrefinanciaron las economías tienden ahora a reaccionar exageradamente en el sentido opuesto, precipitando la salida de capitales, agotando las reservas de divisas del país y dando lugar, en última, instancia, a un colapso de aquella paridad fija que fue concebida como “ancla” de la política económica y que sirvió, en realidad, de cobertura para prolongar en el tiempo un exceso de gasto interno, público o privado.

La secuencia es perfectamente reconocible en la crisis de la deuda de 1982, en el desmoronamiento del sistema monetario europeo diez años más tarde, en la crisis mejicana de 1994, en los episodios del Este asiático y en las dificultades que en 1998-1999 atravesó

Brasil. Sus efectos son especialmente devastadores cuando en el proceso de sobrefinanciación han intervenido bancos locales escasamente capitalizados, sin profesionalidad suficiente en la gestión de riesgos y exentos de cualquier sistema de supervisión eficaz. La retirada de capitales provoca la insolvencia de muchos de ellos y complica excesivamente la tarea de las autoridades monetarias en el tratamiento de la crisis.

Parece, en todo caso, evidente que una reforma del Sistema Monetario Internacional, que aspire a prevenir este tipo de disfunciones y a dotar de estabilidad a los flujos financieros, debe tener en cuenta la secuencia descrita y arbitrar mecanismos adecuados, que impidan su culminación. Muy probablemente, la solución no estriba en prohibir o dificultar los movimientos de capital, sino en vigilar más estrechamente las políticas internas de quienes adoptan tipos de cambio fijos, advertirles de los riesgos que conllevan, diseñar señales de alerta temprana, reforzar la supervisión bancaria, difundir sistemas de control, y otros mecanismos de ese tenor, perfectamente compatibles con el esquema de economía abierta y global que –no obstante las crisis financieras– nos ha deparado en los últimos cincuenta años la etapa de mayor expansión económica de la historia.

2. Transparencia

De todo lo anterior se sigue que la generación y difusión de una información clara, veraz y puntual sobre la actuación de los distintos agentes económicos es una condición básica para el funcionamiento correcto de los mercados financieros y para la estabilidad del conjunto del sistema. Tal esfuerzo de transparencia debe ser exigible a los gobiernos, a los inversores y a las propias entidades multilaterales. A esas tres vertientes del problema se destinan los párrafos que siguen.

A) Quizás el aspecto más llamativo de la reciente crisis financiera desatada en el Este asiático haya sido la opacidad mostrada por algunos gobiernos y bancos centrales, en especial respecto a un parámetro aparentemente tan simple como el nivel disponible de reservas de divisas. En la mayoría de los casos, los balances y la información complementaria del banco central reflejaban exclusivamente las reservas brutas, sin referencias claras respecto a los compromisos de venta *forward*, a los *swaps* contratados y, en general, a la utilización de derivados financieros que, de haberse registrado adecuadamente, habrían permitido un conocimiento anticipado y más completo de la verdadera situación financiera del país. Por esta vía de opacidad, un banco central llegó a

comprometer en un solo día más del 50 por 100 de las reservas de divisas sin que ello tuviera el oportuno reflejo contable.

En otro caso, las reservas disponibles no habían sido invertidas por el banco central en los habituales activos financieros, dotados de solvencia y liquidez, sino en depósitos de bancos nacionales establecidos en el exterior. Siguiendo las indicaciones de las autoridades monetarias, dichos bancos venían invirtiendo tales depósitos en préstamos a compañías nacionales en dificultades, muchas de las cuales resultaron después insolventes. El banco central había, pues, gastado las reservas de divisas del país en la financiación de empresas domésticas inviables, sin que ninguna de las informaciones disponibles permitiera a los mercados conocer tal circunstancia.

Delimitar las obligaciones de transparencia de un banco central no es tarea fácil. Por su propia naturaleza, los bancos centrales deben, en ocasiones, actuar con discreción en los mercados, pero, ciertamente, la obligada ausencia de una publicidad previa no puede amparar el secretismo a posteriori de las operaciones realizadas ni de los compromisos adquiridos, especialmente si unas y otros tienen relevancia para valorar la auténtica situación de las reservas de divisas. A este respecto, existe ya en el FMI un “Código de conducta en materia financiera”, que se extiende, entre otros agentes, a las autoridades monetarias de los países, y que incluye principios básicos de transparencia en la actuación. Convendría, en todo caso, dejar claro cuáles son los mecanismos compulsivos para asegurar la adopción práctica del Código y cuáles, en su caso, las sanciones por su vulneración.

En una dirección muy similar, en 1998 fue ya aprobado un “Código de conducta en materia presupuestaria”. Al amparo del mismo, se elaboró después, por los servicios del Fondo Monetario Internacional, un manual de buenas prácticas fiscales y de gasto público, incluyendo mecanismos de control previo, no siempre vigentes en los países en desarrollo. Aunque tampoco queda claro, en este caso, cuáles son los elementos coercitivos que aseguran su aplicación, el Fondo presstará, cuando se le requiera, asistencia técnica para la adopción tanto del Código como del manual.

B) La misma obligación de transparencia debe alcanzar a los agentes privados del mercado, ya sean emisores, suscriptores, intermediarios o meros transmisores de los activos financieros. Se plantea, así, en primer lugar, la necesidad de una adopción generalizada de estándares contables, que son práctica habitual en los países avanzados, pero que no siempre

son generalmente aplicados en las economías en vías de desarrollo. La divulgación de dichos estándares es una misión que no parece corresponder a las propósitos del Fondo Monetario Internacional, sino a otro tipo de asociaciones profesionales e instituciones multilaterales, pero sería deseable un acuerdo entre todas ellas para el objetivo común de incrementar el flujo de información a los mercados.

Los requisitos de información pública y puntual podrían ser también extendidos a inversores institucionales, hoy exentos de obligación en este sentido, como son los *hedge funds* o fondos cerrados. Aunque se supone que estas instituciones no llevan a cabo una apelación sistemática al ahorro público (razón por la que se les exime de la obligación de informar), su actuación inversora es, en ocasiones, extraordinariamente relevante para comprender la situación de los mercados y valorar la intensidad de los riesgos. Cuando de esa actuación se derivan pérdidas inesperadas e importantes –como en algunos casos muy notables en septiembre de 1998–, el ánimo de los mercados puede cambiar con rapidez, precipitando crisis que quizá podrían haber sido evitadas mediante un conocimiento más profundo y más temprano de la situación. Aun cuando suscita algunos problemas técnicos, la regulación de los *hedge funds*, a efectos informativos, está hoy planteada como un tema que merece ser seriamente considerado.

Por las mismas razones, se hace preciso llegar a un acuerdo internacional sobre el alcance de los centros *off-shore* y la continuidad de los llamados paraísos fiscales, puesto que la diversidad de normas financieras y de exigencias tributarias no debe ser óbice para una información transparente de las operaciones que se llevan a cabo en los mercados financieros y de divisas, cualquiera que sea la localización de sus agentes. Qué organismo internacional sería legitimado para llevar a cabo estas funciones dista todavía de estar claro.

C) El propósito de transparencia debe ser también compartido por las instituciones multilaterales y, en especial, por el Fondo Monetario Internacional, al que se ha acusado –no siempre con razón– de ocultismo en sus actuaciones. Se plantea aquí un problema, a veces delicado, por dos motivos. En primer lugar, los legítimos propietarios de la información son los gobiernos a los que el FMI se dirige, bien en su labor ordinaria de vigilancia (*surveillance*) asociada a las misiones anuales del artículo IV, bien a través de la negociación, en su caso, de facilidades financieras. Surge, así, la sospecha de que los gobiernos podrían mostrar una actitud menos abierta con el Fondo si su-

pieran de antemano que cualquier información que le faciliten puede ser inmediatamente filtrada a la opinión pública, fuera quizá del contexto en el que se generó. En segundo término, el FMI podría provocar –mediante la publicación indiscriminada de la información que posee– las crisis de mercados que está precisamente tratando de evitar. Existe, sin duda, una frontera muy borrosa entre la opacidad culpable y la discreción necesaria. Las exigencias de un mercado financiero global, donde importantes transacciones tienen lugar en tiempo real, parecen, sin embargo, inclinar la balanza en el sentido de una mayor transparencia, por más que ello no esté exento de riesgos.

En todo caso, el FMI podría dedicar un mayor esfuerzo a persuadir a los gobiernos de la conveniencia de publicar íntegros los informes resultantes de su función de vigilancia (de acuerdo con el artículo IV de su Convenio Constitutivo), las “cartas de intención” en las que se concretan las medidas de política económica como contrapartidas a la financiación acordada, los resúmenes de las deliberaciones del Directorio, etcétera ..., aun cuando, en muchos de estos extremos, se están llevando a cabo ya reformas importantes.

3. Supervisión y vigilancia

Quizá sea esta actividad (*surveillance*) la línea de actuación que deba experimentar transformaciones más profundas, tanto en el FMI como en el resto de los organismos multilaterales que configuran el entramado institucional del sistema monetario de nuestra época.

Si tomamos, de nuevo, la crisis asiática como base de reflexión, surge inevitablemente una cuestión fundamental: ¿cómo fue posible un hundimiento tan inesperado de las economías de toda una zona del mundo?, ¿por qué no fue previsto? La extrañeza es aún mayor si consideramos que, prácticamente hasta el estallido de la crisis de Tailandia, los países del área (“tigres asiáticos”, en la terminología coloquial) constituían el mejor ejemplo de crecimiento sostenible. Se trataba de economías con altas tasas de ahorro, equilibrio en los presupuestos del sector público y mercados de trabajo flexibles. Como consecuencia, gozaban de altos índices de inversión, fuertes tasas de crecimiento, intensa generación de empleo, baja inflación, amplias reservas y una aparente estabilidad cambiaria. Es cierto que los informes del FMI inmediatamente anteriores a la crisis señalaban ya una desaceleración de exportaciones, un creciente déficit por cuenta corriente y una excesiva inversión en el sector inmobiliario (especialmente en el caso de Tailandia),

pero en modo alguno implicaban la posibilidad de una crisis financiera tan intensa como la que estalló a partir del verano de 1997, lo que sugiere ciertas carencias en la función supervisora del Fondo.

La actividad de vigilancia del FMI se centra especialmente en el marco de política económica general, tanto en su vertiente presupuestaria como en el terreno de los agregados monetarios y crediticios. Presta también atención a los equilibrios macroeconómicos básicos: crecimiento, empleo, inflación, balanza de pagos y tipo de cambio. Señala las condiciones para lograr un conocimiento sostenible e indica algunas guías generales de reforma estructural.

Puesto que las crisis se producen cuando los mercados financieros internacionales pierden la confianza en un país determinado, la clave para prevenirlas estriba en vigilar atentamente aquellos parámetros que más directamente parecen incidir en el sentimiento de los inversores y aquellos otros que, por su parte, pueden agravar los desequilibrios, hasta convertir un simple episodio recesivo en una crisis catastrófica. Entre esos parámetros se encuentran, sin duda, los que la actividad de vigilancia ordinaria del FMI incluye en sus informes, pero la experiencia demuestra que es necesario ir más allá y descender a algunos otros aspectos de carácter microeconómico.

En el caso concreto del Este asiático, parece claro que ni el FMI, ni las agencias de *rating*, ni ningún otro observador valoraron, en sus justos términos, la debilidad estructural del sistema asiático de "política industrial" ni el potencial explosivo de los tipos de cambio artificialmente fijados. Tampoco calibraron adecuadamente el fuerte endeudamiento a corto de las empresas del área, ni su falta de cobertura para las posiciones en divisas. No se prestó atención suficiente a la comprometida situación de los sistemas bancarios asiáticos, con baja capitalización, activos ficticios, escasas provisiones y riesgos importantes de solvencia, de tasa de interés y de tipo de cambio.

La precariedad de las bases financieras en las que se apoyaba el desarrollo asiático y, en particular, la debilidad del sistema bancario demostraron ser ingredientes básicos de la crisis, lo que sugiere claramente que éste debe ser uno de los aspectos fundamentales en los que debe intensificarse la función de vigilancia en el futuro. Sería, pues, necesario asegurar que las entidades financieras están adecuadamente capitalizadas, que sus normas operativas y contables responden a estándares internacionales, que el país cuenta con mecanismos adecuados de supervisión bancaria y que existen elementos coercitivos suficientes para ase-

gurar el cumplimiento de las normas. También deberá comprobarse si existen esquemas de seguros de depósitos u otras redes de seguridad y si se han diseñado políticas claras para el caso de crisis e insolvencia de las entidades bancarias: quién declara la quiebra, qué facultades de intervención tienen las autoridades supervisoras, qué responsabilidades conservan los administradores, quién paga las crisis bancarias, cómo y a quién se transfieren los activos, cuándo se enajenan éstos y cuáles son los procedimientos de disolución de un banco inviable. Ninguno de estos extremos se improvisa fácilmente, sobre todo cuando las fuertes variaciones de tasas de interés y tipos de cambio (normalmente asociados a una crisis financiera general) generan presiones intensas sobre la liquidez y solvencia de las entidades bancarias.

Cualquier intento de dotar al sistema de "una nueva arquitectura" debe, pues, asegurar que la función de vigilancia por parte de los organismos a quienes se encomienda la supervisión se extiende también a este tipo de aspectos, que, sin formar parte del análisis macroeconómico convencional, cobran una relevancia indudable en el esquema de globalización financiera propio de nuestra época.

4. El papel del sector privado

Otro de los aspectos íntimamente vinculados a la reforma del Sistema Monetario Internacional es el de la posible participación de los sectores privados en la prevención y solución de las crisis financieras internacionales. La ordenada movilización de esos sectores para los propósitos señalados encuentra su fundamento en dos razones básicas: una de índole moral y otra de carácter meramente pragmático.

En cuanto a la primera de esas razones, parece oportuno recordar las repetidas imputaciones de *moral hazard* planteadas al Fondo Monetario Internacional por parte de diversos observadores. De acuerdo con esas críticas, los programas de salvamento arbitrados por el Fondo inducen un comportamiento irresponsable por parte de gobiernos e inversores. Ambos saben de antemano que, en caso de dificultad extrema, el FMI promoverá las soluciones oportunas, lo que minimiza el riesgo de cualquier comportamiento extravagante.

No es claro hasta dónde llegan el pretendido *moral hazard* y las supuestas actitudes irresponsables. En el caso de los gobiernos, puede advertirse que el precio político pagado por incurrir en crisis financieras ha sido por lo general muy alto, con o sin el concurso del FMI. En cuanto a los inversores privados, es también

notorio el monto de las pérdidas acumuladas por diversas entidades de primer rango como consecuencia de sus inversiones previas en las economías en crisis, lo que, en la mayoría de las ocasiones, ha motivado, como mínimo, un cambio en sus máximos órganos ejecutivos. Que tales pérdidas aseguren un comportamiento más o menos responsable en el futuro está aún por demostrar, aunque cabe ciertamente suponer que los quebrantos económicos habrían sido aún mayores en ausencia del apoyo financiero prestado por el FMI a los países deudores. En cualquier caso, es justo que los inversores privados asuman una parte importante del coste de las crisis, como penalización a inversiones mal gestionadas.

La segunda razón reviste un carácter meramente pragmático. Las aportaciones del FMI no son nunca suficientes para superar los episodios de crisis financiera grave, ni siquiera lo pretenden. Su aspiración es sólo actuar como elemento catalítico en torno al cual generar un paquete global de apoyos en el que participan otros organismos y donantes bilaterales. Pero ni siquiera eso basta en la mayoría de las ocasiones para restablecer la confianza plena en el país afectado. En ciertos casos –como en el de Corea– las pérdidas de reservas y el colapso del tipo de cambio sólo se detuvieron cuando los bancos privados de diversos países anunciaron su disposición a consolidar las deudas a corto acumuladas por entidades coreanas en el mercado interbancario mundial. Un acuerdo de ese tipo fue imposible en Indonesia, por lo que la crisis subsiguiente fue mucho más profunda y probablemente resultará más duradera. El concurso de los inversores y prestamistas privados constituye habitualmente una aportación imprescindible para la solución de las crisis.

La cuestión es cómo canalizar esa aportación de forma ordenada y de acuerdo con procedimientos previstos de antemano, para evitar la improvisación y ganar en rapidez y eficacia. En el mundo de los negocios, la crisis de una empresa concreta es ordenada a través de los procedimientos ordinarios del derecho concursal, que definen con claridad las normas y procesos para asegurar la equidad y minimizar los quebrantos. En el mundo financiero internacional –y en especial cuando la situación de crisis afecta a todo un país–, no existen procedimientos que garanticen el ejercicio ordenado de los derechos ni instituciones que propicien acuerdos entre gobiernos y acreedores para reducir el coste de la catástrofe. Se hace, pues, necesario un tratado o compromiso internacional en torno a la participación de los inversores privados en la prevención y resolución de las crisis. Un primer paso podría consistir en asegurar que, al menos, las

emisiones públicas internacionales prevean obligatoriamente la constitución de sindicatos de suscriptores, los órganos de representación de éstos y los procedimientos en caso de impago. Lo mismo podría extenderse después a las deudas interbancarias y, en la medida de lo posible, a créditos e inversiones otorgados al mundo empresarial privado. Como antes se ha advertido, las soluciones así previstas tenderían a ser no solo más justas, sino también más eficaces.

5. El problema de la condicionalidad

Cuando se analizan los resultados inmediatos de los programas arbitrados para ayudar a los países en crisis a superar sus problemas, es fácil ceder a una impresión de desaliento. Cabe, pues, preguntarse si los pretendidos programas de salvamento no contribuyen a la propia crisis a través de las severas condiciones de ajuste económico que normalmente les acompañan. Algunos destacados economistas argumentan que la propia salida de capitales asociada a las crisis ya supone, en sí misma, un fuerte elemento de ajuste, y que el resto de las condiciones impuestas por el FMI no hacen sino agravarla indebidamente.

Toda duda es, desde luego, legítima, pero no parece que el argumento, así expuesto, revista mucha solidez. Ante una crisis financiera nacional, siempre cabe, por supuesto, la alternativa de esperar pasivamente a que la salida de capitales contraiga suficientemente la base monetaria y el colapso del tipo de cambio restablezca la posición competitiva del país. Pero son éstos, precisamente, los acontecimientos que se trata de evitar, en beneficio del propio país y del orden monetario internacional. Para ello, en la mayoría de los casos, el FMI trata de provocar activamente el ajuste –vía monetaria y fiscal– atenuando el proceso mediante un paquete de financiación transitoria que facilite una acomodación ordenada del tipo de cambio. Pero en ningún caso puede la economía del país en cuestión verse libre de un ajuste (activo o pasivo) como corrección a los desequilibrios que precisamente habían provocado la crisis.

Es posible, no obstante, que los países del Este asiático hayan sufrido las consecuencias negativas de un cierto “efecto-composición”, derivado de la simultaneidad de las crisis en la región. En efecto, medidas de ajuste económico (“condicionalidad”) que podían haber tenido pleno sentido cuando se aplicaban a un país concreto, considerado como caso aislado, pudieron resultar excesivas en el contexto de una crisis extendida a toda una zona del mundo. El propio FMI lo reconoció así y rectificó pronto sus condiciones en el

Este asiático, aceptando en todos los países del área una cierta reducción de tipos de interés y en algunos casos (como en Indonesia) un significativo déficit presupuestario que no estaba inicialmente previsto.

Puede, pues, ser conveniente revisar alguno de los elementos del marco tradicional de política económica a la vista de las nuevas circunstancias manifestadas en el caso del Este asiático, para las que no se conocía un precedente inmediato. Pero la intensidad del ajuste implícito en los planes de apoyo a países en crisis no plantea normalmente mayores problemas o genera, como mucho, dificultades que pueden ser resueltas caso por caso. Lo que quizá haya que revisar a fondo en la nueva arquitectura del sistema será el conjunto de medidas de carácter estructural que deban acompañar los programas, en la línea sugerida en el apartado anterior. En particular, será imprescindible examinar la capacidad del sistema financiero para absorber el *shock* del ajuste que se propone y matizar éste en función de aquella capacidad. También convendrá analizar la estructura financiera de las principales empresas, proceder a las reformas oportunas y diseñar *safety nets* para mitigar los efectos sociales de la operación de ajuste. Aunque es de justicia reconocer que algunas de estas medidas han comenzado ya a ser incorporadas a la condicionalidad de los programas del Fondo, cabe una mayor reflexión en ese sentido, a la vista de las experiencias recientes.

6. La reforma de las instituciones multilaterales

Como antes se advirtió, las principales instituciones multilaterales surgidas de la conferencia de Bretton Woods en el otoño de 1944 fueron creadas para responder a los retos de un sistema cuyas principales dificultades procedían de los desequilibrios –reales o potenciales– de las balanzas por cuenta corriente. El propio Convenio Constitutivo del FMI, tras insistir en la convertibilidad de los pagos resultantes de transacciones corrientes, prohíbe al Fondo “la financiación de desequilibrios fuertes y persistentes procedentes de la balanza de capitales”. Le impone (o al menos le recomienda) también establecer controles a la libre movilidad de capitales “cuando así lo aconseje la situación”, y como modo de restablecer los niveles de reservas necesarias para financiar los desequilibrios de la cuenta corriente, mientras se procede a ajustar los fundamentos económicos de ésta.

Poco tiene que ver el mundo financieramente globalizado de hoy con las circunstancias de entonces. De hecho, tanto en la llamada “crisis de la deuda”

(1982) como en la mexicana de 1994-1995 o en la asiática e iberoamericana de 1997-1998 el Fondo ha vulnerado la literalidad de sus propios estatutos, al financiar –con el consenso de todos los países integrantes– importantes desequilibrios que obviamente procedían de movimientos de capital o que fueron seriamente agravados por éstos. No podía ser de otra forma, pero esos episodios vienen a subrayar la necesidad de proceder a una reforma de las instituciones de Bretton Woods (y, en especial, del Fondo Monetario Internacional) en, al menos, tres aspectos básicos: la naturaleza de sus operaciones, el alcance de su jurisdicción y la estructura organizativa de la propia entidad.

A) En cuanto a las operaciones, parece obvio que el Convenio Constitutivo del Fondo debe ser reformado para permitir que esta institución intervenga en la solución de las crisis financieras sin situarse en la ilegalidad. Apenas podríamos imaginar hoy un episodio de crisis no asociado a la movilidad de capitales o afectado por ellos. También habrá de insistirse en la necesidad de complementar las operaciones del Fondo con la participación de otras entidades y, sobre todo, en la refinanciación de las mismas, bien a través de incrementos automáticos de cuotas, bien mediante esquemas complementarios –aunque más generosos– del tipo de los que amparan los “acuerdos de préstamo” en su versión tradicional (GAB) o moderna (NAB). Queda aún sujeto a discusión si el Fondo debería refinanciar parte de sus operaciones en los mercados internacionales de capital, aunque la opinión claramente mayoritaria se inclina hoy por no ensayar tal esquema.

B) En cuanto al alcance de la jurisdicción del FMI y del Banco Mundial, son varios los aspectos relevantes. Algunos de ellos han sido puestos de relieve en párrafos anteriores. La competencia para ordenar la liberalización de movimientos de capital o los regímenes de tipos de cambio, exigir estándares de transparencia y códigos de conducta en lo financiero y en lo presupuestario, arbitrar nuevas pautas de supervisión, organizar la participación del sector privado, establecer normas de solvencia bancaria etc., han sido ya citadas como ejemplos de lo que falta por hacer y de las responsabilidades cuya titularidad no ha sido todavía acordada. Alguien –presumiblemente las instituciones de Bretton Woods– debe hacerse cargo de ellas, sin que eso signifique un afán de interferencia en el libre juego de los mercados. Por el contrario, todas esas pautas de comportamiento tratan de establecer un *level playing field* y asegurar la viabilidad de los mercados libres. Por lo demás, muy pocas instituciones pueden presentar un historial más claro de apoyo a la

libertad económica y de promoción de la economía de mercado que las entidades de Bretton Woods.

La cuestión más candente en torno a la jurisdicción del FMI se refiere a la posibilidad (más arriba analizada, en el contexto de la propuesta de G. Soros) de que la institución llegue a actuar como un auténtico "prestamista de última instancia", proporcionando liquidez al sistema mundial cuando éste se viera amenazado. En cierto modo, el Fondo cumple ya esa misión, pero sólo parcialmente y caso por caso. La condición de PUI le llevaría a desempeñar tal función con carácter general y en forma reglada, lo que supondría un cambio sustancial. Al menos dos requisitos deberían cumplirse para que el FMI (o cualquier otra institución) pudiera llevar a cabo la tarea PUI con eficacia. En primer lugar, habría de contar con recursos suficientes y automáticamente disponibles, procedentes de cuotas más cuantiosas que las actuales, de apelación a los mercados, o de emisiones propias de un activo líquido, como los DEG. En segundo término, debería tener autoridad suficiente para imponer (no solo negociar) programas de ajuste a los beneficiarios inmediatos de los préstamos. Puede fácilmente advertirse que ambos requisitos tienen un gran calado político, en cuanto que suponen la creación de una auténtica autoridad monetaria internacional. La propuesta, antes resumida, de G. Soros supone una primera sugerencia (no necesariamente aceptable) para dotar de operatividad a un esquema de este tipo, sobre el que, sin duda, habría de reflexionarse más.

C) Tanto si el Fondo Monetario Internacional amplía su jurisdicción sobre el sistema como si se limita a mantener la que ya tiene, merecerá la pena considerar cambios en su estructura para afrontar las nuevas realidades, aunque la dirección de dichos cambios no sea obvia. El FMI fue concebido como una institución cooperativa de gobiernos, inicialmente dotados de una competencia total sobre la política monetaria de sus respectivos países. Desde entonces, los acontecimientos han evolucionado en el sentido de trasladar dicha responsabilidad a los bancos centrales, en muchos casos autónomos en su operativa respecto a los ministerios correspondientes, esquema que no ha encontrado todavía un fácil acomodo en los órganos de gobierno de Fondo y que, en algunos casos, continúa siendo objeto de tensiones. La adopción de una moneda común en Europa y la creación de un Banco Central Europeo han planteado nuevas dudas sobre el particular que podrían, incluso, generalizarse si la sugerencia argentina de llegar a un tratado de Asocia-

ción Monetaria con los Estados Unidos cundiera como ejemplo. Ningún gobierno ha abdicado (ni sería lógico que lo hiciera) de su responsabilidad sobre los presupuestos y sobre la política económica global, mientras que la política de tipo de cambio no siempre tiene una adscripción jurisdiccional clara. La acomodación de estas nuevas realidades en los órganos de gobierno de los organismos multilaterales ha venido descansando en acuerdos transitorios, pendientes aún de una solución definitiva.

También la participación de los distintos países en el esquema de cuotas, su poder de voto, su representación, su aportación a los presupuestos operacionales y a las aportaciones financieras extraordinarias han quedado absolutamente desfasados en perjuicio de los países que, como España, experimentaron un fuerte crecimiento desde su incorporación al FMI. La impresión generalizada de que los órganos de dirección del Fondo ya no representan adecuadamente el peso económico de los países que lo integran viene estimulando la actuación, en paralelo, de diversos foros y grupos de países, lo que no hace sino aumentar el desconcierto y poner de relieve, una vez más, la urgencia de una renovación profunda en la arquitectura institucional del Sistema Monetario Internacional.

NOTAS

(*) Este trabajo recoge esencialmente la ponencia presentada, con el mismo título, en el Congreso Nacional de Economía celebrado en Alicante durante el mes de febrero de 1999.

(1) Vid. *The Role and Function of the International Monetary Fund*, IMF, Publications Unit, Washington, 1985.

(2) Cfr. Harold JAMES, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, Oxford University Press, N.Y., 1996.

(3) Cfr. Robert JOHNSON, *The International Monetary System 1945-1981*, Harper and Row Publishers, N. York, N.Y., 1982.

(4) En realidad, la segunda. Una primera enmienda había sido ya aprobada el 28 de julio de 1969 para permitir la creación de los derechos especiales de giro.

(5) Vid. Barry EICHENGREEN, *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton, N.Y., 1996.

(6) George SOROS, "To avert the next crisis", *Financial Times*, 4 de enero, 1999.

(7) Se trataría de establecer, como uno de los fines del Fondo Monetario Internacional, la convertibilidad de la cuenta de capital, al mismo nivel que la actual redacción del artículo I otorga a la cuenta corriente.