## Economía Internacional

## LOS FUNDAMENTOS DE UNA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA

Ma Nieves García Santos

#### 1. Las crisis financieras durante 1998

Durante 1997, la región del sudeste asiático se vio sometida a importantes presiones cambiarias, reflejo de la existencia de importantes desequilibrios en sus economías, que hacían insostenible el mantenimiento de sus regímenes de cambios fijos. La salida de importantes flujos de inversión extranjera desemboca en la devaluación de las monedas, en el hundimiento de los mercados bursátiles y en la elevación de los tipos de interés.

En noviembre de 1997 los principales problemas se concentraban en Indonesia, Tailandia y Corea del Sur. Las medidas exigidas de política monetaria y fiscal contractiva, junto con programas de reestructuración de los sectores financiero y empresarial, suponían unos sacrificios importantes en términos de crecimiento económico para los países con un PIB per cápita ya bajo. Así, mientras que en Tailandia y en Corea se ha aceptado el sacrificio exigido por la estabilización, no ha sido éste el caso de Indonesia. Se debe señalar que, aunque hay signos positivos en Tailandia y en Corea, ya que las monedas se han estabilizado en 1998, los tipos de interés han descendido y se ha comenzado a reestructurar la deuda bancaria y empresarial, su output ha seguido contrayéndose como consecuencia del deterioro experimentado por Japón que han impedido que dichos países pudieran beneficiarse de mayores exportaciones.

La situación a principios de 1998 distaba de ser la esperada. Las economías Tailandesa y Coreana se encontraban estancadas. En Indonesia el conflicto social acompañó los últimos tiempos del presidente Suharto. La situación de Rusia había empeorado. Y Japón volvía a defraudar las expectativas de que se aplicara un programa efectivo de estímulo económico y de reestructuración de su sistema financiero.

Rusia fue el protagonista de la grave y súbita crisis de los mercados financieros en agosto de 1998. Desde que decidió realizar su transformación a una economía de mercado en 1992, la situación de Rusia ha sido muy difícil. El PIB ha descendido cada uno de los años desde 1992 hasta 1996, estabilizándose en 1997. Éste ha sido el precio por reducir la inflación desde una tasa del 1400% en 1992 a cifras de un solo dígito en 1998. El proceso de privatización de las empresas y el desarrollo del sistema bancario seguía mostrando numerosas dificultades. Pero el desencadenante de la crisis fue la existencia de problemas financieros-fiscales. El déficit público se mantenía en un nivel del 6,9% del PIB y su financiación se fue complicando. Los ingresos fiscales se redujeron (desde niveles ya reducidos por falta de capacidad recaudatoria) debido al descenso en los precios del petróleo y de las materias primas. La necesidad de refinanciación de los vencimientos de la deuda a corto plazo denominada en rublos (GKOs) suponía un serio problema. Aunque el FMI concedió una ayuda de

22.000 millones de dólares, no fue suficiente, ya que la pérdida de confianza en el Gobierno desanimó a los tenedores de deuda a corto plazo a reestructurarla por deuda a largo plazo en dólares, como se había previsto en el programa de ayuda.

El Gobierno decidió, por una parte, devaluar el rublo y por otra, reestructurar la deuda unilateralmente, con una moratoria en los pagos de la deuda privada. Además, la confianza de los inversores terminó por desaparecer con la crisis de Gobierno al destituir el Presidente ruso a todo su Gabinete el 23 de agosto.

En ese momento, la sensación de pánico financiero se generalizó. Los mercados latinoamericanos cayeron alrededor de un 8%, y aumentó la percepción de las dificultades de las economías asiáticas (con descensos en sus bolsas y en sus monedas). Sobre las economías asiáticas también influía negativamente la debilidad del yen (que el 12 de agosto había alcanzado su depreciación máxima en los últimos 12 años frente al dólar con el nivel de 147,2 yenes). También Wall Street sufrió un descenso considerable en agosto, lo que contribuyó a agravar el pesimismo de que la crisis podría generalizarse. La noticia de los problemas del fondo especulativo Long Term Capital Management en Septiembre y su rescate (por 3,6 mil millones de dólares) orquestado por la Reserva Federal confirmó que el riesgo de crisis financiera se extendía a los países desarrollados. El contagio se debía a factores técnicos, pero afectaba a países con distinto grado de estabilidad y desarrollo económico. En ese momento los organismos internacionales y los responsables de las economías nacionales se dedicaron a explicitar los factores que podrían contener el contagio, moderar la inestabilidad financiera, y a resaltar los elementos positivos tanto de la situación económica como de las políticas aplicadas en países con economías saneadas. Algunos incluso se plantearon la posibilidad de imponer restricciones o controles a las salidas de capitales, lo que reabrió un debate sobre dicho tipo de medidas que supondrían un retroceso en el espíritu de liberalización comercial y financiera que caracteriza la tendencia económica actual y que conforma lo que se conoce como globalización.

El análisis de los factores desencadenantes de la crisis y la configuración de una respuesta adecuada a la misma ha dado lugar a la petición de que se desarrolle una "nueva arquitectura financiera". Este término se refiere básicamente a la necesidad de que los flujos financieros, cuya libertad de movilidad se sanciona como positiva para el desarrollo económico, se encuentren con estructuras financieras adecuadas. Éstas engloban desde la transparencia sobre la información financiera, la existencia de sistemas financieros sólidos (que evalúen correctamente el riesgo de su actividad) hasta la implantación de sistemas de regulación y supervisión eficaces, y, en última instancia, la existencia de mecanismos de seguridad (con involucración privada) para la resolución de crisis ya abiertas. Como ha quedado patente, el diseño de políticas económicas de estabilización y la apertura de las economías al exterior no son suficientes para conducir a un país emergente al desarrollo. Si los flujos financieros tienen capacidad (por su magnitud y por la rapidez) de sancionar o derrocar economías, hay que asegurarse que las estructuras financieras son adecuadas y de que hay información sobre los mismos y sobre los factores que pueden provocar su entrada o salida en un país, en una inversión o en un activo financiero.

## 2. La primera respuesta ante la crisis

El FMI, por su papel previo en programas de ayuda a los países asiáticos, debía dar una respuesta inmediata a la crisis. En 1998, el FMI ha acordado programas de estabilización con Indonesia, Corea y Tailandia. Además se aprobó una ayuda financiera de 35 mil millones de dólares para esos países. En julio de 1998 se aumentó la ayuda del FMI a Tailandia en 77 mil millones de dólares y se le facilitaron unos 5 mil millones de fuentes bilaterales y multilaterales. Para hacer frente a las circunstancias tan excepcionales de la crisis, el Consejo del FMI puso en marcha el llamado mecanismo de financiación de emergencia que permite que la financiación concedida exceda los límites existentes para cada país. Además se creó la Facilidad de Reserva Suplementaria, que se destina a cubrir dificultades en los flujos de capital a corto plazo, derivadas del efecto de la pérdida de confianza de los inversores. Aparte, se intensificaron los contactos con organismos de la región asiática y con otros organismos internacionales para discutir medidas que evitaran los efectos de contagio.

Como medidas destinadas a restablecer la confianza en los países afectados, el FMI aconsejó:

- la restricción de las condiciones monetarias para evitar la depreciación del tipo de cambio
- la promoción de reformas en los sistemas financieros
- la eliminación de prácticas empresariales no transparentes o monopolísticas
- el énfasis en la aplicación de una política fiscal ortodoxa que evite el aumento de los costes presupuestarios pero que contenga elementos de protección social.

En el caso concreto de las medidas que se refieren al sistema financiero, los programas del FMI proponían el cierre de instituciones inviables, la recapitalización de entidades, la supervisión de entidades con problemas y una mayor participación extranjera.

# 3. Las propuestas para la nueva arquitectura financiera

Las crisis de los países asiáticos, de Japón, de Rusia y su contagio a otros países del mundo, indican que los mercados financieros presentan áreas de debilidad y que no existen condiciones de transparencia informativa ni de homogeneidad de principios contables y regulatorios. Estos fallos minan la base de las decisiones financieras que caracterizan la globalización. Expresándolo brevemente, son debilidades de la actual arquitectura financiera. Ésta debe, por lo tanto, reforzarse con el punto de mira dirigido a dos objetivos: (i) impedir las crisis financieras; (ii) resolver las mismas, en el caso de su eventualidad, con la participación del sector privado.

El énfasis se concentra en cuatro áreas:

- desarrollo de estándares internacionales y aumento de la transparencia
  - refuerzo de los sistemas financieros
- promoción de la integración ordenada de los mercados financieros internacionales

- participación privada en la resolución de las crisis.
  - 1. Estándares internacionales y transparencia:

El desarrollo y la aceptación de estándares internacionales es un requisito imprescindible para comparar información entre países. Dichos estándares proporcionan un patrón de "buena práctica" que constituyen una referencia, y por lo tanto un objetivo a alcanzar. Los principios incluyen desde requisitos específicos para temas determinados (p.e.: contabilidad de operaciones) hasta cuestiones más genéricas que lo que constituye una "buena práctica" (p.e.: gobierno de las empresas). Por otro lado, los estándares internacionales atañen tanto al comportamiento de empresas privadas (financieras o no) como al de instituciones públicas, a los Gobiernos y a organismos internacionales (como el propio FMI).

El desarrollo de estándares internacionales es competencia de distintos organismos:

- Estándares en temas como contabilidad, auditoría, quiebras y gobierno corporativo son responsabilidad de los Gobiernos nacionales o de organismos profesionales.
- Estándares en materia de supervisión financiera lo son de los organismos supervisores y reguladores nacionales, aunque organismos internacionales como el FMI, el Banco Mundial o el IOSCO tienen un papel impörtante(1).
- Estándares referentes a publicación de datos, a políticas monetarias y fiscales o a transparencia fiscal, deben constituir una responsabilidad propia del FMI. El FMI específicamente ya dispone de unos "estándares de datos sobre las reservas internacionales y deuda externa" y de un "Código de buenas prácticas en transparencia fiscal".

El seguimiento por parte de los países de unos estándares referentes a la elaboración de datos y programación de políticas debe ir acompañado de una política de transparencia. Los datos, las políticas, etc. deben publicarse con regularidad y con un desfase limitado. La transparencia informativa es esencial para que los mercados tomen decisiones de inversión con conocimiento de los riesgos que aceptan.

#### 2. Refuerzo de los sistemas financieros.

La crisis de los países asiáticos, la situación de Japón e incluso los problemas sufridos por algún fondo norteamericano señalan la importancia de contar con sistemas financieros nacionales sólidos y solventes. Las características que definen a un sistema financiero como solvente y bien supervisado son:

- capitalización adecuada de las instituciones
- gestión efectiva de los riesgos derivados de su actividad
  - buen gobierno corporativo
- políticas adecuadas para tratar casos de instituciones infra-capitalizadas o insolventes
- estructura de supervisión y regulación –autónoma del Gobierno– que tenga capacidad para realizar inspecciones *in situ* y para intervenir las instituciones en caso necesario
- infraestructura financiera eficaz incluyendo el sistema de pagos
- disponibilidad de una red de seguridad que proporcione confianza en el sistema pero que no genere problemas de azar moral.

Como un punto de importancia especial se destaca la necesidad de que los organismos supervisores nacionales e internacionales tengan mayor información y control sobre las instituciones financieras que operan transnacionalmente y, específicamente de los fondos especulativos, cuya operativa apalancada puede tener un impacto considerable sobre los mercados.

3. Promoción de la integración ordenada de los mercados financieros internacionales.

Las crisis de los países asiáticos se generaron como consecuencia de la entrada masiva de capitales en primer lugar, seguida por una rápida salida de los mismos después. Algunos países consideraron que eran necesarios controles de capitales para restaurar la calma e impedir que continuaran los efectos devastadores de las salidas de capitales. Esa alternativa ha fomentado la discusión política y académica. Aunque no existe unanimidad en la conclusión, parece que recibe más apoyo la idea de que la liberalización de los flujos de capitales favorece la asignación del ahorro, y gestión del riesgo, y que por tanto contribuyen positivamente al desarrollo. Sin embargo, es necesario que la liberalización sea llevada a cabo de forma coherente con las políticas monetarias y fiscales aplicadas, con el nivel de estabilización de la economía y con el grado de desarrollo del sistema financiero. Los puntos de vista del FMI al respecto son:

- parece adecuado que la liberalización de los flujos de capitales sea secuencial. En primer lugar puede liberalizarse la inversión directa (cuya decisión se caracteriza por su estabilidad), seguida por la liberalización de la participación en el capital empresarial y por la inversión en instrumentos a largo plazo
- es comprensible que se adopten controles sobre las entradas de capital a corto plazo debido a su naturaleza más volátil
- ciertos controles son instrumentos necesarios para gestionar el riesgo asociado con la libertad de capitales. Éste sería el caso de requisitos de capital, liquidez, reservas o relativa a las posiciones abiertas de los bancos
- respecto a las salidas de capital, el FMI entiende el mantenimiento temporal de controles sobre las mismas, pero rechaza firmemente la reimposición de controles. Esta decisión tiene efectos devastadores sobre la credibilidad de los países y sobre la posibilidad de volver a acceder a la financiación internacional.
- 4. Participación del sector privado en la resolución de crisis.

La tarea fundamental de todo gobernante o regulador es impedir que se generen crisis económicas y para ello, las políticas económica y financiera tienen que ser las adecuadas y debe contarse con una supervisión eficaz de los mercados financieros. Sin embargo no se puede descartar que, debido a dificultades en la balanza de pagos o debido a cambios en los flujos financieros, se generen dificultados en los pagos financieros. La resolución efectiva de las crisis requiere un compromiso de participación del sector privado, con acuerdos tanto ex-ante a la aparición de las crisis como ex-post, una vez desencadenadas las mismas. Son medidas

ex-ante los acuerdos entre deudores y acreedores dirigidos a proporcionar liquidez en los momentos de crisis. Dichas medidas pueden ser facilidades de crédito, *swaps* o acuerdos para extender el vencimiento de la deuda.

Pero además, es necesario que el sector privado se involucre cuando las crisis ya se han desatado. Así, se debe esperar que los acreedores privados sean capaces de acordar con el FMI políticas de reestructuración de la deuda extranjera, o de aceptar moratorias en los pagos. No obstante, el FMI señala que la moratoria en la deuda sólo debe ser considerada una medida excepcional.

### 4. La propia reforma del FMI

La actual crisis financiera también ha levantado críticas en relación con la forma de actuación del FMI. El FMI también ha de adaptarse al nuevo marco financiero. En última instancia, el FMI debe continuar con su política de ayuda de emergencia en todo el mundo. No obstante también debe mejorar su papel para prever crisis y para actuar más eficazmente en la supervisión de países que están experimentando dificultades. El presidente del FMI, M. Camdessus, ha señalado las vías de adaptación del Fondo a la nueva arquitectura mundial:

1. El FMI debe ser ejemplar en adoptar la regla de la *transparencia*. Este principio se debe combinar con la confidencialidad que se debe mantener en las relaciones con los países.

El FMI ha respondido a la petición de mayor transparencia haciendo públicas sus decisiones, los informes sobre la situación de los países e incluso la situación de la liquidez del Fondo. Todo ello, en opinión del FMI fomentará la discusión de la situación económica y de las políticas aplicadas en los países miembros, incrementará la responsabilidad de las autoridades económicas y la credibilidad de los programas, y proporcionará información sobre el funcionamiento de los mercados financieros. Además, esa mayor información contribuirá a que se comprenda más el papel del FMI. Especificamente el FMI ha decidido publicar:

 Las Noticias de Información Pública (PINs), que contienen información sobre la situación de los países.

- Las Cartas de Intenciones y Notas sobre el marco de referencia de las políticas, en las que se apoyan los programas del FMI.
- Los documentos relacionados con la "Iniciativa para los países pobres fuertemente endeudados" (HIPC).
- Las evaluaciones internas y externas de las facilidades de préstamo del Fondo.
- La revisión externa de las actividades de supervisión del Fondo.
  - La posición de liquidez del Fondo.

Además el FMI publica las cuentas que tienen con el mismo los países miembros e información económica y financiera de estos.

- 2. Deben revisarse los instrumentos legales del Fondo. El Fondo desea extender su jurisdicción para que sus tareas encomendadas incluyan la liberalización ordenada de la cuenta de capital y la reestructuración ordenada de la deuda fallida.
- 3. Se debe reforzar el principio de responsabilidad política o responsabilidad ante la sociedad. Muchas veces se ha cuestionado la legitimidad de las actuaciones del FMI cuando estas excedían la estricta esfera económica, sin haber una transferencia de responsabilidad o una aceptación explícita de las autoridades nacionales. Con vistas a resolver este foco de conflicto Francia propuso la modificación del papel consultivo que tiene ahora el Comité Interno del FMI dándole al mismo un papel decisorio. En consecuencia, se transformaría el Comité en un Consejo con legitimidad y autoridad plenas.
- 4. Es necesario revisar la forma en que el FMI lleva a cabo la supervisión multilateral. Específicamente hay dos áreas de inmediata atención: los regímenes de cambios (con su potencial desestabilizador) y la posibilidad de cooperación entre autoridades monetarias nacionales (con la UME como ejemplo). A este respecto se deben considerar nuevas formas de colaboración entre el FMI y el Banco Mundial ya que la reforma y el desarrollo del sistema financiero (uno de los objetivos incluidos en la nueva arquitectura), es competencia de ambos organismos.

## 5. El punto de vista del G-7

Como respuesta al agravamiento de la crisis financiera internacional durante los meses de agosto y septiembre, el G-7 (en la reunión celebrada a principios de octubre) también ha enfatizado la necesidad de establecer una propuesta de recomendaciones. Las medidas propuestas (que se concretaron en un documento hecho público a principios de diciembre) responden a dos objetivos: (i) reforzar el sistema financiero internacional y; (ii) ayudar a los países afectados por la crisis. En realidad, la declaración del G7 supone una aceptación tanto del análisis como de las propuestas realizadas por el FMI. No obstante, la ratificación de las mismas por este grupo de países desarrollados supone un apoyo muy significativo por la visibilidad de las mismas y para su grado de cumplimiento ya que el gesto del G7 debe entenderse como señal de su compromiso.

El G7 señaló reformas necesarias para impedir la acumulación de desequilibrios que pudieran desembocar en una crisis y medidas a aplicar cuando la crisis ya se ha generado.

- a) Las propuestas dirigidas a prevenir la generación de nuevas crisis financieras se dividen en tres grupos:
- Propuestas para mejorar la trasparencia del sistema financiero y generalizar la aplicación de principios internacionales de conducta
- Enfasis en los programas de ayuda oficial a los países en desarrollo a la mejora de sus estructuras económicas y financieras. Dicha ayuda debe ir en paralelo con políticas de supervisión del sistema financiero internacional.
- Reformas relativas a la actuación de las instituciones financieras internacionales (FMI) y al aumento de la cooperación entre países.
- 1. Trasparencia y proceso de decisión de la política económica.

Existe un consenso sobre la necesidad de una mayor trasparencia en las operaciones financieras tanto de instituciones privadas, de la situación económica de los países como de la actividad de los Organismos financieros internacionales. La trasparencia demanda la existencia de unos principios y estándares de conducta aceptados internacionalmente, así como de métodos de supervisión acerca de su aplicación efectiva.

Respecto a la trasparencia necesaria en las instituciones privadas, se pide:

- que la OCDE finalice su Código de Principios de Gobierno Corporativo para mayo 1999
- que el IASC finalice a principios de 1999 su estándares sobre contabilidad y que la revisión de los mismos por el IAIS, IOSCO y el Comité de Basilea no se demore
- que los Comités liderados por el Banco de Pagos de Basilea publiquen sus conclusiones sobre estándares de información y trasparencia para las instituciones involucradas en flujos de capitales internacionales.

El sector público debe dar ejemplo en relación con la trasparencia de su política económica y con la publicación de indicadores estadísticos. En este sentido, los países del G-7 se comprometieron a:

- cumplir con el Código del FMI sobre buena práctica en materia de trasparencia fiscal
- cumplir con el Código sobre Política monetaria y financiera del FMI e instar, a este organismo a finalizar el mismo en la primavera de 1999
- publicar información sobre la posición en activos extranjeros de los organismos públicos y trabajar para recopilar y diseñar la misma información relativa a organismos privados
- apoyar los esfuerzos del FMI de proporcionar información más comprensiva sobre las reservas, deuda externa y la posición de la inversión internacional.

Adicionalmente el grupo de países firmantes hizo un llamamiento al FMI para que supervise de forma regular la aplicación de esos códigos y estándares y publique el grado de cumplimiento de los mismos. Además, el FMI, el Banco Mundial, la OCDE y otros organismos supervisores deben estar en disposición de ayuda a los países o a las instituciones privadas a cumplir con esos Códigos.

2. Estabilidad en el sistema financiero internacional.

Se reconoce la necesidad de promover una mayor estabilidad en el sistema financiero internacional y de llevar a cabo una supervisión regular de los sistemas financieros nacionales.

Así, el G7 opina que se debe trabajar para fomentar la cooperación entre las instituciones nacionales y las internacionales en temas cómo el desarrollo de políticas que fomenten la estabilidad y reduzcan el riesgo sistémico. Además, es necesario trabajar para establecer un mejor sistema de supervisión internacional considerando tanto un mayor papel para el FMI como el desarrollo de procedimientos de supervisión regional entre países de un mismo área

Dentro de la mejora en la regulación destinada a gestionar el riesgo, es aconsejable que los países examinen las implicaciones de la operativa de instituciones que pueden apalancarse, y de los centros off-shore.

En todo caso el G-7 reconoce que la liberalización de los mercados de capitales en los países emergentes debe ser gradual para que reporte beneficios. Especialmente los regímenes regulatorios y supervisores deben ser sólidos para poder hacer frente a los riesgos potenciales.

- b) Por último, es necesario desarrollar mejores sistemas de responder a las crisis, mediante mecanismos como:
- cláusulas de acción colectiva del sector privado
- puesta en marcha de regímenes efectivos de insolvencia y de solución de problemas entre deudores y acreedores (en cooperación con el FMI, el Banco Mundial y otros Bancos multilaterales de desarrollo)
- mayor papel del FMI en su política de préstamos

— desarrollo de mecanismos de financiación contingente de los países emergentes por instituciones privadas. En general, una mayor involucración del sector privado en la resolución de las crisis.

En el caso de un país que esté experimentando una crisis, se debe atender a la situación de los grupos sociales más vulnerables, por lo cual los países y las instituciones internacionales deben poner especial cuidado en el diseño de programas económicos de respuesta a la crisis.

#### 3. La reforma del FMI.

Existe un amplio acuerdo de que hace falta mejorar la efectividad del FMI incluyendo una mayor trasparencia y responsabilidad tanto en su política de ayudas, como en los términos y condicionalidad de éstas. A este respecto el FMI debe desarrollar un mecanismo formal de evaluación sistemática de la efectividad de sus ayudas.

Dichos desarrollos constituyen un refuerzo del papel del FMI. Éste ha visto reforzada su capacidad financiera debido a la decisión en octubre de aumentar la cuota y de la creación de un Nuevo Acuerdo de Préstamo que se añade a la financiación prestada a través del Acuerdo general de préstamo.

Dentro de este punto hay que considerar la propuesta de reforma de los Comités Interino y de Desarrollo del FMI y del Banco Mundial.

#### **NOTAS**

(1) El IOSCO (Organismo Internacional de Comisiones de Valores) ha adoptado un documento sobre "Objetivos y Principios de Regulación de Valores". El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea está promoviendo la adopción de "Principios para la Supervisión Bancaria efectiva". Se ha formado un Comité conjunto entre el FMI y el Banco Mundial sobre estos temas, y la Comisión de las Naciones Unidas sobre la Ley del Comercio Internacional (UNCITRAL) está trabajando en la armonización internacional de las leyes de quiebras.