

ASOCIACIÓN INTERNACIONAL
DE PRESUPUESTO PÚBLICO

Nº 50

Noviembre - Diciembre 2002



ASOCIACIÓN INTERNACIONAL DE PRESUPUESTO PÚBLICO

Avenida Belgrano 1370, Piso 5°, (C1093AAO)
Buenos Aires, Argentina
Tel / Fax: (5411) 4381-2139/9386
E-Mail: info@asip.org.ar
www.asip.org.ar

NÓMINA DE AUTORIDADES

CONSEJO DIRECTIVO:

Presidente: María Jesús Sáez López (España)
Vicepresidente 1ro.: Alberto Feo (Argentina)
Vicepresidente 2do.: Ángel Rodríguez Tello (Guatemala)
Secretario: Jorge Cuevas Morales (Ecuador)
Vocal Titular 1ro.: Carlos González (Panamá)
Vocal Titular 2do.: Edmundo Conde Zamorano (Colombia)
Vocal Suplente 1ro.: Bennett Díaz Figueroa (Puerto Rico)
Vocal Suplente 2do.: Carlos Altamirano Toledo (México)
Vocal Suplente 3ro.: Juan Carlos Camacho (Bolivia)
Vocal Suplente 4to.: Miriam Peralta (Cuba)
Vocal Suplente 5to.: Adrián Gómez (Honduras)
Vocal Suplente 6to.: Francisco Mena (Nicaragua)

CONSEJO DELIBERANTE:

Presidente: Antonio Amado (Brasil)
Vicepresidente 1ro.: Eduardo Aguilera Araujo (Venezuela)
Vicepresidente 2do.: Rosalía Bravo (Costa Rica)
Secretaria: Flora Rojas Ortigoza (Paraguay)

AUDITORES:

Auditor Titular: Oscar Berrueta Colombo (Uruguay)
Auditor Suplente: Gonzalo Valdivia (Chile)

SECRETARIA EJECUTIVA:

Secretario Ejecutivo: Eduardo Delle Ville (Argentina)
Director de Capacitación: Marcelo Luis Acuña (Argentina)

REVISTA
INTERNACIONAL
DE
**PRESUPUESTO
PÚBLICO** 50

NOVIEMBRE / DICIEMBRE 2002

AÑO XXX

Nº 50

Revista Internacional de PRESUPUESTO PÚBLICO

Noviembre - Diciembre 2002

Comité Editorial

Consejo de Redacción:

ANTONIO AMADO, *Asociación Brasileña
de Presupuesto Público.*

ROBERTO MARTIRENE, *Asociación Argentina
de Presupuesto Público.*

OSCAR BERRUETA COLOMBO, *Asociación Uruguaya
de Presupuesto Público*

MARÍA JESÚS SAEZ LÓPEZ, *Asociación Española
de Presupuesto Público*

Director:

EDUARDO DELLE VILLE, *Asociación Internacional
de Presupuesto Público*

Secretario de Redacción:

MARCELO LUIS ACUÑA, *Asociación Internacional
de Presupuesto Público.*

Propósito y objetivos: La *Revista Internacional de Presupuesto Público* es editada por la Asociación Internacional de Presupuesto Público (ASIP) y tiene como objetivos divulgar y fomentar las prácticas y los marcos teóricos que ayuden a aumentar la eficacia y estimular el desarrollo de modernas técnicas presupuestarias. Se publica periódicamente en forma cuatrimestral.

Editor Responsable: Asociación Internacional de Presupuesto Público.

Colaboraciones: La *Revista Internacional de Presupuesto Público* acepta colaboraciones de autores vinculados a las asociaciones miembros de la ASIP. Los artículos no deberán, en lo posible, exceder las veinte páginas tamaño carta escritas a doble espacio y deberán ser remitidos a la sede de la ASIP en la ciudad de Buenos Aires.

Suscripciones: La suscripción a la *Revista Internacional de Presupuesto Público* se realiza en la sede Buenos Aires de la ASIP consignando los siguientes datos:

Nombre _____
Números solicitados _____
Ciudad _____ Estado _____
Código Postal _____ País _____ Teléfono _____

Números atrasados: Los números atrasados pueden ser solicitados a la sede de la organización en Buenos Aires conforme a las condiciones indicadas para las suscripciones.

ÍNDICE

Nota editorial	7
----------------	---

Artículos:

Mercados e instrumentos de deuda John E. Petersen	11
---	----

Riesgo moral: ¿El financiamiento del FMI alienta la imprudencia por parte de prestatarios y prestamistas? Timothy Lane y Steven Phillips	57
--	----

El rediseño de la arquitectura financiera internacional desde una perspectiva latinoamericana: ¿quién paga la factura? Eduardo Fernández Arias y Ricardo Hausmann	73
---	----

Hacia una nueva arquitectura financiera internacional Informe CEPAL	113
---	-----

Nota editorial

La deuda pública, en condiciones normales, puede ser un factor de desenvolvimiento y crecimiento económico sustentable. En los últimos años, sin embargo, se ha observado un aumento desmesurado de la deuda en muchas economías del mundo y, en muchos casos, los presupuestos públicos de esos países están siendo afectados de una manera condicionante, ya que una gran parte de los recursos deben ser afectados al pago de los servicios.

El excesivo endeudamiento no sólo ha afectado a los presupuestos públicos, obligando a ajustes casi imposibles de aplicar por razones políticas y sociales; también ha generado interrupciones abruptas de los flujos de capital con frecuentes colapsos de liquidez y efectos-contagio incontrolables. Esto viene produciendo agudas crisis en diversos países del mundo.

Mientras los organismos internacionales debaten cómo neutralizar lo que muchos ya llaman la “viruela económica”, militantes antiglobalización hacen oír sus voces de protesta contra las consecuencias de lo que denominan un “pseudo-progreso” promovido por los organismos internacionales y los países más fuertes. Quienes deben tomar decisiones, por su parte, no logran ponerse de acuerdo. Para algunos, los países en crisis no adoptaron con suficiente rigor las recetas del Consenso de Washington. Para otros, la apertura económica promovida por el Fondo Monetario Internacional no fue acompañada por una apertura de los mercados del Grupo de los Siete para permitir mayores exportaciones del Tercer al Primer mundo. Por último, están quienes culpan a los organismos por fomentar una “cultura de los rescates”, que llevó a los inversores a otorgar créditos en forma irresponsable y a los acreedores a tomarlos.

Se puede concluir, por el momento, en lo siguiente: así como se cuestiona la excesiva toma de crédito por parte de al-

gunos países, también se ha criticado la responsabilidad de los organismos internacionales en este proceso. Desde el propio Fondo Monetario Internacional se ha señalado, por ejemplo, la necesidad de avanzar en el sentido de impedir que el financiamiento que provee el organismo no termine auxiliando a los acreedores privados. Algunos de sus funcionarios han cuestionado su cuasi-papel de "garante en última instancia". Como lo ha sugerido la propia Anne Krueger, es claro que los riesgos pueden aumentar cuando las instituciones privadas son estimuladas a prestar e invertir más de lo que deberían, al borde de la osadía, en la creencia de que el Fondo garantiza que los deudores repagarán.

Por estas razones, se ha planteado reiteradamente en los últimos tiempos que es necesario avanzar en el sentido de un rediseño del sistema monetario y financiero internacional, con el objetivo de aprovechar las posibilidades que los flujos financieros privados e internacionales ofrecen para la estabilidad y el crecimiento de la economía mundial.

Entre las soluciones imaginadas figuran propuestas tales como crear fondos de contingencia para asistir particularmente a los países más vulnerables, los cuales se ven afectados por la crisis a través del comercio y los precios de sus productos básicos, el uso anticíclico de los derechos especiales de giro y el establecimiento de nuevas prácticas para reducir el grado de restricción de los ajustes acordados con los países prestatarios en caso de fuerte contracción de la actividad económica.

También se ha planteado diseñar parámetros internacionales objetivos y estrictos para la clasificación del riesgo soberano, y evitar así la inclusión de elementos subjetivos por parte de las calificadoras privadas de riesgo que puedan a la larga generar retiros abruptos de capitales. Por otra parte, también se ha sugerido incorporar cláusulas relativas a la suspensión, con anuencia internacional, del pago de los servicios de la deuda hasta su reprogramación en caso de fuga desordenada de capitales.

El primer artículo, titulado *Mercados e instrumentos de deuda*, de **John Petersen**, está algo alejado de estos serios problemas mencionados, pero es de suma utilidad para los funcionarios de los gobiernos locales porque analiza en detalle los cambios que continuamente se producen en los merca-

dos financieros que utilizan los municipios de los Estados Unidos para obtener recursos para los proyectos de escala y programas de largo plazo.

Se incluye en este número un breve artículo de **Timothy Lane** y **Steven Phillips** que lleva por título *Riesgo moral: ¿el financiamiento del FMI alienta la imprudencia por parte de prestatarios y prestamistas?*, donde se analiza hasta qué punto el Fondo Monetario Internacional, en su papel de prestamista a países con dificultades financieras, estimula a prestamistas y acreedores a comportarse de manera más riesgosa, aumentando así las posibilidades de que la crisis finalmente se produzca.

A continuación, un importante artículo de **Eduardo Fernández Arias** y **Ricardo Hausmann**, que lleva por título *El rediseño de la arquitectura financiera internacional desde una perspectiva latinoamericana. ¿quién paga la factura?*, analiza los principales problemas de los mercados financieros mundiales y sugiere la creación de nuevas instituciones para corregirlos.

Por último, se incluye un detallado informe de la **Comisión Económica para América Latina y el Caribe** (CEPAL), titulado *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional*, que se centra en la prevención y el manejo de las crisis que se producen como resultado del aumento de los ciclos de auge y colapso que son, en parte, el resultado de la subestimación de los riesgos de un alto nivel de endeudamiento, los que solo se aprecian tardíamente cuando se producen las caídas y el pánico financiero.

La *Revista Internacional de Presupuesto Público* contribuye de esta manera a un debate candente sobre diversos aspectos de las finanzas públicas que tienen un alto impacto sobre los presupuestos nacionales.

Mercados e instrumentos de deuda*

John E. Petersen

Los gobiernos locales dependen de los mercados de valores para reunir la mayor parte de los fondos destinados a proyectos y programas de inversión a gran escala, así como para satisfacer sus necesidades de liquidez.¹ Tanto los mercados financieros para estos valores como las formas en que son aprovechados por los prestatarios estatales están sujetos a cambios (a veces rápidos y fuertes) que responden a la economía cambiante, a los fines para los cuales las administraciones toman préstamos y a las leyes fiscales y demás leyes y regulaciones que influyen en el entorno financiero.

Si bien algunas cosas pudieron preverse, la velocidad y el alcance de los cambios durante la década de 1980 resultaron sin precedente, pues fue un período que asistió a una gran innovación en la concepción y la comercialización de los valores exentos de impuestos.² Algunas de las innovaciones fueron fugaces

* Este artículo corresponde al capítulo 15 del libro titulado *Local Government Finance*, editado por John Petersen y Dennis Strachota. Su inclusión en la presente edición del *Public Budget International Journal* ha sido autorizada por la *Government Finance Officers Association* de los Estados Unidos y de Canadá.

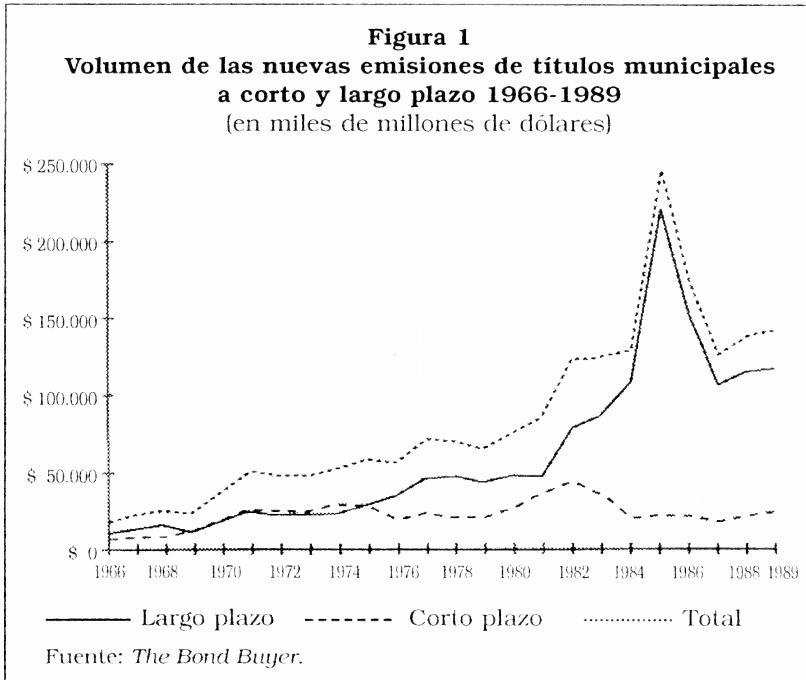
¹ A fines de la década de 1980, se estima que más de la mitad de todos los gastos de capital de las administraciones locales y estatales se financiaban con deuda y la tendencia era ascendente. Véase John E. Petersen, *The Future of Infrastructure* (Washington, DC: Government Finance Officers Association, Centro de Investigaciones de Finanzas Públicas, 1989), Capítulo II-2.

² Los términos "exentas de impuestos" y "municipales" se utilizan de manera

y no duraron mucho, pero varias resultaron resistentes y transformaron el clásico instrumento de deuda de renta fija y la forma en que se ofrece a los inversionistas. Implícita en las innovaciones estaba la necesidad de atraer a nuevos inversionistas en períodos de conmoción en el mercado, y esto significó la introducción de una mayor flexibilidad en cómo los inversionistas y los prestatarios estatales compensan riesgos y retornos.

Este capítulo presenta un panorama en el cual se describe de qué manera el mercado exento de impuestos –ámbito especial (aunque de ninguna manera exclusivo) de los prestatarios estatales y locales– se vio transformado por nuevas técnicas, por qué se desarrollaron estas nuevas formas de hacer las cosas y cómo funcionan. El tema es amplio y, por su naturaleza, dinámico; por lo tanto, se centrará en los nuevos mecanismos que parecen haber tenido la mayor fuerza de permanencia. El capítulo comienza con descripciones breves del mercado municipal de bonos, la demanda y la oferta de títulos municipales y de qué manera estas fuerzas que se cruzan actúan entre sí produciendo cambios en la concepción de instrumentos y en la naturaleza de las transacciones. Luego, se presenta una discusión acerca de cómo se determinan las tasas exentas de impuestos y los componentes de riesgo, seguido de un análisis acerca del modo en que se realizan las nuevas compensaciones de riesgo y retorno en la creación de técnicas innovadoras. La discusión posterior cubre varias categorías importantes de innovaciones en el diseño de instrumentos y valores: papeles negociables exentos de impuestos, tasas variables, valores vendibles, las opciones de compra, refinanciación, cupo-

intercambiable para referirse a las obligaciones de administraciones estatales y locales y a sus organismos y a algunos otros tomadores de préstamo (a saber, 501(c)3 organismos sin fines de lucro) que reciben tratamiento preferencial sobre los intereses devengados de sus obligaciones de acuerdo con el código fiscal federal. Anteriormente, se encuentran análisis útiles sobre los cambios en el mercado de bonos exentos de impuestos en John Petersen y Wesley Hough, *Creative Capital Financing for State and Local Governments* (Chicago: Municipal Finance Officers Association, 1983); John Petersen y Ronald Forbes, *Innovative Capital Financing* (Chicago: American Planning Association, 1985); Ronald Forbes, "Innovaciones en las finanzas exentas de impuestos" y John Petersen y Ronald Forbes, "El impacto de la reforma tributaria en el mercado de valores exentos de impuestos", en J. Peter Williamson, ed., *Investment Banking Handbook* (New York: John Wiley, 1988).



nes cero, emisión directa, coberturas de riesgo cambiario, entrega a plazo, canjes y bonos municipales imponible. El capítulo concluye con una revisión de las variedades de aumentos de crédito y asistencia crediticia, tanto públicas cuanto privadas. Ninguno de estos temas se trata en profundidad: la serie de opciones presentadas pone en evidencia la vitalidad y el dinamismo de un mercado de valores en el cual los gobiernos deben configurar sus actividades destinadas a reunir capital para adaptarse a las últimas tendencias en los requerimientos de inversión que surgen del sector privado.

Los perfiles del mercado

El mercado de valores exentos de impuestos ha cambiado considerablemente a lo largo de los años, y especialmente durante la última década. La Figura 1 ofrece una síntesis de nuevas emisiones de valores exentos de impuestos a largo y

Tabla 1
Bonos a largo plazo exentos de impuestos
por magnitud de la emisión y número de emisiones
 (datos correspondientes a 1988)

Cantidad a la par (\$ millones)	Volumen (\$ miles de millones)	Porcentaje del volumen total de dólares	Número de emisiones	Porcentaje del volumen total de emisiones
0.0- .9	.67	0.6	1419	18.7
1.0- 4.9	7.78	6.8	3019	39.9
5.0- 9.9	8.32	7.3	1205	15.9
10.0-49.9	30.94	27.1	1402	18.5
50.0-99.9	18.82	16.5	279	3.9
100.0 y mayor	47.79	41.8	248	3.3

Fuente: Investment Dealer Digest/Public Securities Association Municipal Database, New York.

corto plazo desde 1966. En términos del volumen global, el mercado exento de impuestos, luego de años de un crecimiento relativamente estable, estalló a mediados de la década de 1980, cuando las ventas de bonos a largo plazo aumentaron más del doble, de \$ 48.000 millones en 1981 a más de \$ 220.000 millones en 1985. Posteriormente, debido al impacto de la Ley de Reforma Tributaria de 1986, el mercado retrocedió a valores anuales a largo plazo de \$ 120.000 millones. Las ventas de deuda a corto plazo promediaron alrededor de \$ 20.000 millones durante este período, después de bajar a mediados de los '80 contrariamente al aumento de las emisiones a largo plazo.

Por convención, la deuda a corto plazo se define como deuda con un vencimiento final convenido en el momento de la venta de 13 meses o menos. Una de las consecuencias del financiamiento innovador de los años '80 fue que las distinciones entre deuda a corto plazo y a largo plazo se desdibujaron debido a que los títulos adoptaron características de ambas. Por ende, la caída de la deuda a corto plazo durante gran parte de la década se explica parcialmente por la sustitución de la deuda a largo plazo por elementos del corto plazo.

Hay un gran número de emisiones nuevas vendidas cada año en el mercado exento de impuestos: anualmente ingresan en el mercado alrededor de 7.000 nuevas emisiones de bonos. Como puede verse en la tabla 1, la mayoría de los títulos exentos de impuestos de nuevas emisiones son de dimensiones relativamente pequeñas (el tamaño promedio de emisión es de unos \$ 15.000 millones, pero más de la mitad de las emisiones son de menos de \$ 5 millones). Para las entidades emisoras, la magnitud pequeña de una emisión puede significar una atracción geográfica limitada en términos de los potenciales inversionistas, quienes a menudo sienten preocupación por la liquidez de una inversión pequeña y las dificultades para controlarla. Como se verá más adelante, las necesidades de información de los inversores y el deseo de alcanzar mercados más amplios contribuyeron a estimular la actividad del aumento de crédito. Entre los principales cambios que se produjeron durante los '80 cabe señalar los usos de los fondos de los bonos exentos de impuestos. El financiamiento exento de impuestos se utiliza tradicionalmente para las infraestructuras públicas (como escuelas, rutas y aprovisionamiento de agua) que en general son propiedad del Estado, encargado a su vez de administrarlas. Sin embargo, a comienzos de la década de 1980 asistimos a un rápido desarrollo de usos no tradicionales que implican la canalización de los fondos del préstamo exento de impuestos a proyectos o personas no estatales. En 1985, más del 50% de las emisiones nuevas a largo plazo se utilizaban para fines no tradicionales –entre ellos, el control de la contaminación industrial, hipotecas para viviendas, hospitales sin fines de lucro y empresas industriales o comerciales. (Luego de la sanción de la Ley de Reforma Tributaria en 1986, este aumento de la deuda no tradicional se vio fuertemente reducido.)³

Junto a los fines cambiantes de la obtención de préstamos exentos de impuestos hubo cambios en los tipos de garantía

³ El préstamo no tradicional se ha definido de distintas maneras pero, a los fines prácticos, constituye aquellas formas de deuda de la actividad privada que fueron eliminadas o restringidas por la Ley de Reforma Tributaria de 1986. Véase John Petersen, *Tax Exempts and Tax Reform* (Chicago: Government Finance Officers Association, 1987), pp. 2-1-27. La Ley de Reforma

comprometida para pagar la deuda. Tradicionalmente, la mayoría de los proyectos estatales eran financiados por unidades públicas que comprometían su capacidad fiscal como garantía –el bono de responsabilidad general, garantizado mediante tasas sin límite de tipo ni importe. A comienzos de los años '70, los bonos de responsabilidad general representaban alrededor del 60% de todos los bonos exentos de impuestos vendidos. Sin embargo, en la década de 1980 la participación del bono de responsabilidad general en el mercado había sido eclipsada por la obligación de responsabilidad limitada, o “bono pagadero mediante ingresos”, como se lo llama popularmente. Estos últimos bonos en general se pagan a partir de tarifas que abona el usuario o con ganancias empresariales y no se basan en los poderes de creación de impuestos para su seguridad. Los títulos vendidos para operaciones de los servicios públicos locales –como el agua, cloacas y energía eléctrica– normalmente son obligaciones pagaderas mediante ingresos. La forma resultó muy flexible y el alcance de su utilización se amplió hasta cubrir una diversidad de usos en los casos en que había una necesidad de no comprometer impuestos. El auge de las obligaciones pagaderas mediante ingresos tiene varias explicaciones. Una de ellas es la necesidad o el deseo de financiar proyectos tradicionales sin comprometer la capacidad de gravar, reservando esta capacidad para otros servicios. En otros casos, la elección de la obligación pagadera mediante ingresos se basa en la creencia de que quienes se benefician directamente con una mejora o un programa deben hacerse responsables del pago. Y hay otros casos en los cuales el bono pagadero mediante ingresos con responsabilidad limitada es un producto de la conveniencia práctica, ya que estos bonos normalmente no requieren la aprobación de los votantes y en general no están restringidos por distintas limitaciones de endeudamiento.

Tributaria de 1986 destruyó gran parte de la provisión de bonos de la actividad privada, que bajó hasta representar menos del 20% de las ventas de bonos a fines de la década. No obstante, las ventas de la forma no tradicional (empresas sin fines de lucro) continúan siendo importantes para el mercado exento de impuestos ya que no están sujetas a los límites estatales de volumen.

Durante la década de 1980, la naturaleza de los prestatarios también cambió. El Estado fue reemplazado por el organismo de derecho público como principal categoría de prestatario. El organismo de derecho público es una empresa pública con fines especiales que en general no tiene capacidad de imposición pero sí tiene la facultad de crear bonos. A mediados de los '80, los organismos de derecho público representaban más de la mitad de toda la obtención de préstamos a largo plazo exentos de impuestos. Estas entidades muchas veces se establecen para llevar a cabo fines que van más allá del ámbito de la actividad pública general: en algunos casos se crean exclusivamente para eludir las limitaciones de endeudamiento o de gasto que restringen a las unidades generales del gobierno; en otras instancias, el organismo de derecho público sirvió como conducto para financiar actividades no gubernamentales en el mercado exento de impuestos (como en el caso de los organismos de bonos para la vivienda).⁴

La importación de varios instrumentos de financiamiento —como las opciones de venta, las líneas de crédito y papeles comerciales— de los mercados imponibles a los exentos de impuestos acompañó el paso de los prestatarios con fines privados a este mercado y el creciente uso del organismo de derecho público. La mayor flexibilidad legal y de gestión en general permitió que a los organismos de derecho público les resultara más fácil adaptar los a veces complicados acuerdos del financiamiento creativo. No obstante, las administraciones tradicionales también pudieron incorporar nuevas técnicas de obtención de préstamo por considerarlas útiles.

⁴ Para una discusión exhaustiva de la vinculación entre el aumento de la obligación pagadera mediante ingresos y la autoridad, véase Ronald Forbes, Philip Fisher y John Petersen, "Tendencias recientes en la financiación de obligaciones municipales pagaderas mediante ingresos", en George Kaufman, ed., *Efficiency in the Municipal Bond Market* (Greenwich, Conn.: JAI Press, 1981).

La demanda cambiante de los valores exentos de impuestos

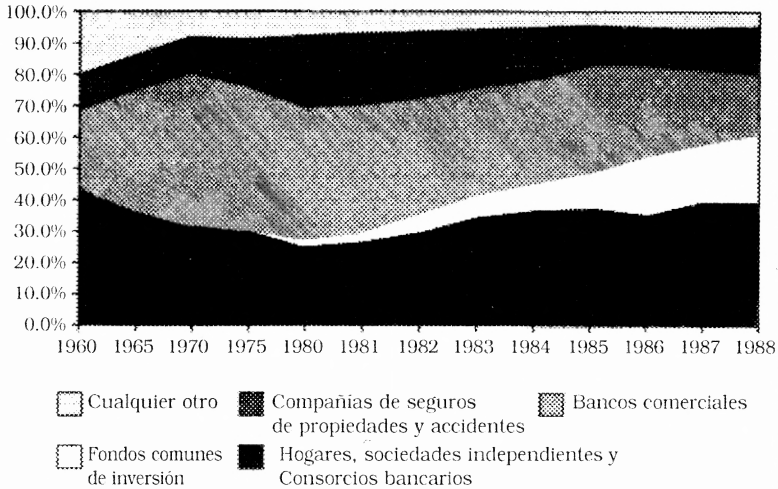
El primer atractivo de los títulos estatales y locales exentos de impuestos es que los inversionistas no tienen que pagar (o pagar tantos) impuestos federales o (en algunos casos) impuestos sobre las ganancias estatales o locales sobre el interés devengado.⁵ Este atractivo limitó el mercado a aquellos potenciales inversionistas con tasas marginales de impuesto a las ganancias más altas. En razón de su categoría impositiva, tres fueron los grupos mayores de inversionistas que tradicionalmente aportaron capacidad de compra para el mercado de valores exentos de impuestos: bancos comerciales, compañías de seguros de propiedades y accidentes y los hogares de mayores ingresos.

En los años anteriores, la dinámica del mercado se explicó en gran medida por las suertes (principalmente, la rentabilidad) cambiantes de los bancos y las compañías de seguros, las modificaciones en su categoría impositiva y la serie de vehículos de inversión competitivos que tenían a su disposición. La historia, compleja, se aborda detalladamente en otra parte y no debe detenernos aquí.⁶ Los puntos culminantes del flujo y reflujo de la demanda de valores exentos de impuestos se ilustran en la Figura 2, que presenta la composición en porcentajes de las tenencias de títulos municipales para los años elegidos de 1960 hasta 1988. Durante toda la década de 1960, los bancos comerciales fueron la base de la demanda de títulos exentos de impuestos, siendo brevemente desplazados por las compañías de seguros a fines de la década de 1970 cuando estas últimas tuvieron un período cíclico de rentabilidad. No obstante, dejando de lado intervalos breves de circunstancias especiales, las instituciones financieras se desdi-

⁵ Debido a las leyes fiscales cambiantes, la afirmación está sujeta a numerosas y complicadas advertencias. Véase Petersen, *Tax Exempts and Tax Reform*, pp. 3.1-3.12. Desde la sanción de la Ley de Reforma Tributaria, los tratamientos del impuesto a los réditos local y estatal han pasado a ser un factor importante para explicar los rendimientos de los bonos exentos de impuestos. Véase Petersen, p. 3.10.

⁶ Petersen, capítulo 1.

Figura 2
Tendencias de las tenencias de títulos municipales:
Emisiones nacionales, estatales y locales
 1960-1988



Fuente: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal. *Flow of Funds*.

bujaron como tenedores mayores de valores exentos de impuestos durante la década de 1980, siendo suplantadas por los hogares y los fondos de inversión.⁷

Tradicionalmente el sector hogares colmó la brecha entre la oferta de nuevos valores exentos de impuestos y la demanda por parte de inversionistas institucionales. Durante los años '60 y '70, sólo raramente se recurrió al inversor individual para reactivar la poca actividad. En cambio, durante los '80, los inversionistas individuales y sus sustitutos institucionales –fondos de gestión de bonos y fideicomisos unitarios de inversión– absorbieron volúmenes récord de los nuevos valores exentos de impuestos. El predominio del sector hogares

⁷ El número de bonos municipales en manos de bancos comerciales disminuyó casi \$ 100 mil millones durante los tres años que van de 1986 a 1988, cantidad equivalente al 40% de sus tenencias a fines del año 1985. La Ley de Reforma Tributaria de 1986 mermó un apetito ya deprimido por los bonos municipales de parte de los bancos comerciales.

como principal comprador de valores exentos de impuestos constituyó un factor importante en el desarrollo de nuevas técnicas de financiamiento. Los inversionistas individuales son mucho más heterogéneos que las instituciones en sus objetivos de inversión. Además, la pequeña magnitud de sus transacciones impone mayores costos de distribución y procesamiento. También es menos probable que los individuos tengan tiempo o pericia para analizar los complejos instrumentos de crédito que actualmente son comunes. Reconociendo los déficits y las necesidades, fondos seleccionados y administrados profesionalmente aprovecharon para movilizar fondos de inversores individuales.

Hacia fines de la década de 1980, la importancia de los fondos exentos de impuestos había aumentado enormemente. Ante la oferta relativamente escasa de nuevos bonos exentos de impuestos, los fondos han concentrado mucho las nuevas compras por parte del sector de hogares. Por consiguiente, su poder de compra puso el acento en el diseño de nuevas emisiones para satisfacer las necesidades de los principales compradores del mercado, altamente sofisticados y relativamente poco numerosos,⁸ los fondos comunes y los fideicomisos unitarios.

La determinación de la tasa de interés de los valores exentos de impuestos

Como se dijo, el principal atractivo del bono exento de impuestos convencional era que su interés devengado está exento de los impuestos a las ganancias federales y la mayoría de los estatales y locales. Por esa razón, el prestatario con exención impositiva puede ofrecer una tasa de interés más baja

⁸ A fines de 1988, \$ 443 mil millones (58%) de todos los valores exentos de impuestos estaban en manos del sector de hogares (\$ 299 mil millones) y los fondos comunes de inversión (\$ 144 mil millones). En los \$ 289 mil millones de la parte de los hogares están incluidos \$ 105 mil millones de Sociedades de Inversión Independientes y \$ 65 mil millones de fideicomisos administrados por bancos, lo que deja sólo \$123 mil millones directamente en manos de individuos. Las estimaciones del autor se basan en datos de Flow of Funds y otras fuentes.

que si el interés estuviera sujeto a impuestos.⁹ Si bien la exención impositiva es la principal atracción, hay varias otras consideraciones que influyen sobre la tasa de interés en un título municipal particular. Pero es igualmente evidente que, dado el vencimiento de la deuda (el período anterior al pago del capital de una deuda) y la calidad del crédito (que está determinada en gran medida por las calificaciones conferidas por las principales calificadoras de crédito), la tasa de retorno que el inversor requerirá sobre un valor exento de impuestos es por lo menos igual a la disponible después del impuesto en una inversión imponible comparable. Por ejemplo, los inversionistas correspondientes a la categoría tributaria marginal del 28% pagan 28 centavos de impuestos por cada dólar de ingreso imponible agregado; para estos inversionistas, un valor exento de impuestos que produce una rentabilidad del 7% debería ser igual después del impuesto a un valor imponible que produce 9,7%.

Históricamente, en los períodos de índices de tasas altas, que coincidieron con períodos de “endurecimiento de las condiciones del crédito”, la participación del sector de hogares fue importante ya que las instituciones se retiraron del mercado.

En los años '80, el interés institucional disminuyó y la necesidad de comercializar volúmenes cada vez mayores de nuevos títulos para el sector de hogares requirió aumentos considerables en las tasas de interés de los títulos exentos de impuestos. A comienzos de la década, la tasa de interés de los títulos exentos de impuestos a largo plazo alcanzó el nivel de dos dígitos y la relación entre las tasas exentas de impuestos y las tasas imponibles subió al 79%. La creciente importancia del sector de hogares coincidió con la reducción más significativa de las tasas tributarias individuales en las últimas dos décadas y la creación de muchas otras formas de protecciones impositivas con la sanción de la Ley Fiscal de 1981. Por eso, el nivel de las tasas exentas de impuestos fue llevado más arriba para dar rentas equivalentes a las de los paraísos im-

⁹ El análisis convencional es que el rendimiento exento de impuestos, i_e , es igual a uno menos la tasa de interés marginal, T_m veces el rendimiento imponible alternativo, i ; es decir: $i_e = (1 - T_m) i$.

positivos rivales y de las inversiones imponibles con un valor después de impuestos más elevado debido a las categorías tributarias disminuidas. Posteriormente, en 1985 y 1986, la inminente Ley de Reforma Tributaria y enormes apariciones de nuevas ofertas hicieron subir y bajar salvajemente la relación de las tasas cuando participantes preocupados trataron de comercializar bonos antes de los plazos contemplados por la Ley Fiscal. Pero al final de la década, la relación se estabilizó aproximadamente en un 75%; como consecuencia de ello, los inversores de una categoría marginal del 25% quedaron en la frontera de los compradores exentos de impuestos.

Los componentes de riesgo

La curva de rentabilidad

La curva de rentabilidad se refiere a la relación entre el vencimiento de la deuda y la tasa de interés que produce. En general, la curva de rentabilidad se inclina hacia arriba: cuanto más tiempo está en circulación una obligación, más alta es la tasa de interés que reciben los inversionistas para compensarlos, tanto por el uso de su dinero cuanto por una serie de riesgos que enfrentan a medida que pasa el tiempo.¹⁰ Estos tipos de riesgo se tratarán en detalle un poco más adelante, pero los principales tienen que ver con (1) posibles fluctuaciones de las tasas de interés (riesgos de mercado) que pueden provocar una disminución en la tasa de rentabilidad prevista y (2) la capacidad del deudor de pagar el interés y el capital de la deuda a tiempo y en su totalidad (riesgo de crédito). Por eso, cuanto más se prolonga en el tiempo el plazo de una deuda, menos certeza pueden tener los inversionistas en cuanto a la probabilidad de evitar estos dos riesgos importantes, y más interés adicional requieren por encima de la tasa “sin riesgo” por el capital.

La relación más favorable (para los prestatarios) entre ta-

¹⁰ Para una discusión de la curva de rentabilidad y su significado para los inversionistas, véase Girard Miller, *Investing Public Funds* (Chicago: Government Finance Officers Association, 1986), pp. 183-206.

sas de interés exentas de impuestos e imponibles se observa en el breve extremo final de la curva de rentabilidad. Esto puede atribuirse a varios factores. Primero, los inversionistas están mucho más seguros acerca de su situación tributaria en el corto plazo que en el futuro distante. Es decir, cuando los inversionistas compran un bono a 20 años, están suponiendo no sólo su necesidad de protección para ese intervalo de tiempo (o que sus otros colegas inversores necesitarán proteger el ingreso) sino también el valor futuro de la protección (las futuras leyes tributarias). Segundo, las leyes tributarias favorecen la inversión institucional en el mercado de valores a corto plazo. En el mercado a corto plazo, esta oportunidad implica escaso riesgo de capital a cambio de ingreso libre de impuestos. Por último, las inversiones a muy corto plazo que vencen rápidamente exponen al inversor a relativamente poco peligro de falta de liquidez por las fluctuaciones de precios (porque el capital de la deuda se recupera muy rápido), y éste es un atributo importante para los inversores que quieren preservar el valor del capital. Por otra parte, ciertos factores institucionales impulsan la compra por parte de los fondos comunes de inversión en el mercado de dinero a corto plazo exentos de impuestos que necesitan mercados de inversión a corto plazo para “estacionar” sus activos mientras esperan obligaciones a más largo plazo y de mayor rentabilidad en las cuales invertir. Al tratar más adelante los instrumentos de financiamiento, volveremos a la curva de rentabilidad, concentrándonos en el préstamo a corto plazo; es decir, los valores que vencen en un lapso tan breve como un día o una semana y que dan al inversor la opción de especificar cuándo tendrá lugar el vencimiento.

La calidad y las calificaciones del crédito

Un elemento importante para determinar la tasa de interés que las jurisdicciones deben pagar por sus préstamos es cómo se percibe la calidad de su crédito. Los inversores siempre enfrentan el riesgo de que los prestatarios no paguen; es decir, que no paguen sus obligaciones a tiempo o en su totalidad. Debido a la gran cantidad de emisiones exentas de impuestos y a su mayor diversidad, algunas evaluaciones de la

Tabla 2
Clasificaciones de la calificación de bonos de Moody's,
Standard & Poor's y Fitch's

Característica de la calidad general	SÍMBOLO DE LA CALIFICACIÓN		
	Moody's ¹	Standard & Poor's ²	Fitch's ³
Primera calidad	Aaa	AAA	AAA
Calidad excelente	Aa	AA	AA
Calidad media superior	A	A	A
Calidad media inferior	Baa	BBB	BBB
Calidad marginalmente especulativa	Ba	BB	BB
Calidad muy especulativa	B, Caa	B, CCC, CC	B, CCC, CC
Calidad de incumplimiento	Ca, C	C, D	C, DDD, DD, D

¹ Los bonos calificados por Moody's con el sufijo "I" (por ejemplo, A-I) indican los créditos más fuertes en esa categoría.

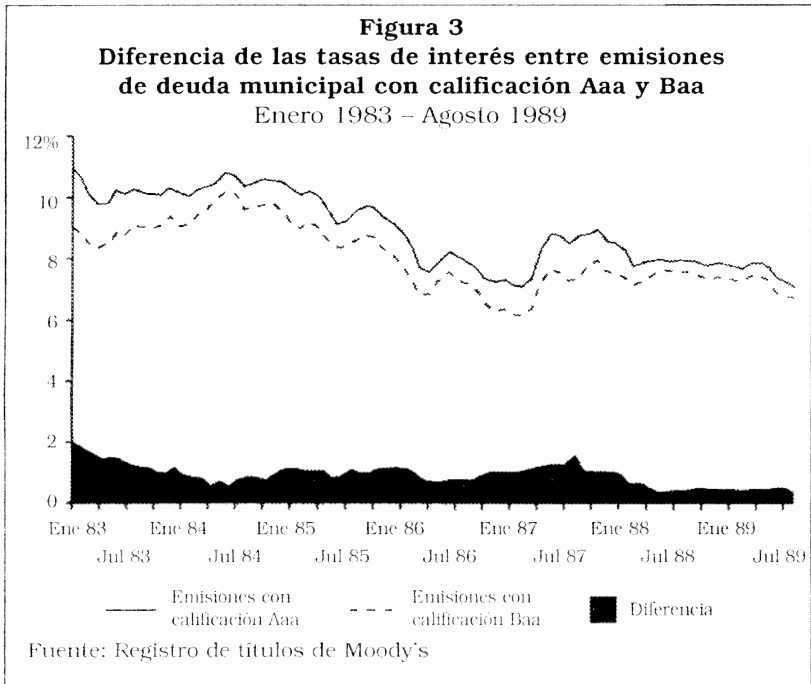
² Standard & Poor's usa un sufijo "+" o "-" (por ejemplo A +) para indicar la posición relativa en la categoría de calificación.

³ Fitch usa el sufijo "+" o "-" (por ejemplo A +) para indicar la posición relativa en la categoría de calificación. Fitch también asigna indicadores de tendencia (flechas) para indicar si los aspectos económicos fundamentales están mejorando (↗), si se mantienen estables (→), si se deterioran (↘) o si son inciertos (I).

Fuente: John Petersen y Ronald Forbes, *Innovative Capital Financing* (Chicago: American Planning Association, 1985); y Fitch Investors Service, *Fitch Insights* (Nueva York, 1989).

calidad del crédito son muy tenidas en cuenta por quienes participan en el mercado. Las más seguidas son Moody's Investors Service y Standard & Poor's Corporation, pero cada vez es más tenida en cuenta Fitch Investors Service. Los símbolos de calificación utilizados por las empresas y sus breves caracterizaciones se muestran en la tabla 2. El grueso de las calificaciones conferidas se ubica en cuatro categorías principales de calificación (Aaa/AAA hasta Baa/BBB, usando los símbolos de Moody's y Standard & Poor's respectivamente), que son consideradas "notas de inversión".

La significación de las calificaciones para el costo del préstamo puede verse en la Figura 3, que determina el diferencial de rentabilidad para los préstamos de obligaciones generales a 20 años en los años 1980 a 1989. El diferencial de los cos-



tos del préstamo entre la primera calidad (Aaa) y la calidad media inferior (Baa) de Moody fluctuó entre menos de 0.5% y casi 2%. El mensaje es claro: los prestatarios capaces de mejorar sus calificaciones pueden reducir el costo de los intereses, si bien el valor de esos ahorros será variable.

Es necesario señalar dos cosas respecto de las calificaciones. Primero, a la calificadora le interesa principalmente la fuerza de la garantía comprometida para el pago de la deuda: cuanto más liviana es la carga de la deuda en relación con los recursos comprometidos para el pago, más alta es la calificación, siendo todo lo demás igual. Segundo, si bien muchos de los factores que intervienen en la calificación van más allá del control inmediato del prestatario (la salud de la economía local, algunas limitaciones legales constitucionales y estatales, etc.), los prestatarios en general pueden controlar, o por lo menos incidir, en factores capaces de aumentar o disminuir la calidad de su crédito. Concebir transacciones para fortalecer

la garantía comprometida y mejorar las calificaciones constituye un tema importante de muchas de las técnicas de financiamiento más recientes.

Reestructuración de la deuda tradicional

El análisis anterior del mercado de bonos exentos de impuestos estableció el fundamento para examinar las tendencias recientes en cuanto a técnicas de financiamiento de la deuda. Entender qué varía en estas nuevas técnicas requiere, primero, un análisis de lo que es ortodoxo en la venta de deuda exenta de impuestos y, segundo, de qué manera los métodos de préstamo reestructuraron el instrumento básico para adaptarlo a condiciones de mercado cambiantes y modificar las preferencias de los inversionistas.

El paquete tradicional en el que se venden bonos exentos de impuestos es un flujo efectivo anual de pagos de intereses fijos (normalmente pagados dos veces al año) por cada vencimiento con pago del capital al vencimiento. El inversor en un bono a 20 años con un cupón del 8%, recibe por lo tanto 40 pagos semianuales en efectivo de \$ 40 cada \$ 1.000 invertidos y el pago del capital al término de los 20 años. Además, como la mayoría de las emisiones se hacen en series (o “strips” –bonos de cupón cero creados a partir de valores del Tesoro con cupón–) de bonos seriados que vencen cada año y cada uno con su propio cupón, una emisión de bonos a 20 años es en realidad una colección de 20 títulos diferentes, cada uno con su precio y sus características de vencimiento singulares.

La estructura tradicional anterior, asociada con vencimientos de deuda a largo plazo, cayó en desgracia con muchos inversores debido a tres fuertes incertidumbres que la acompañaban: la incertidumbre en cuanto a los valores actuales; la incertidumbre referida a la riqueza acumulada futura; y la incertidumbre respecto del valor futuro.

La incertidumbre en cuanto a los valores actuales es consecuencia de la mayor volatilidad de las tasas de interés en los últimos años. Las variaciones anuales de las tasas de interés en dos o tres puntos de porcentaje entre las subas y las bajas

pasó a ser común durante la década de 1980 (en contraste con las variaciones de menos de un punto de porcentaje durante los años '70). La mayor volatilidad se traduce en más incertidumbre respecto de los valores de mercado. Con tasas de emisión fijas, la única forma en que una obligación en circulación puede venderse a un nuevo inversor para dar un rendimiento corriente –cuando las tasas de interés del mercado aumentaron– es a través de un descuento en su precio.

Más allá del horizonte de inversión previsto en el momento de la compra, a la mayoría de los inversionistas les preocupan los valores actuales de sus inversiones en el mercado. Debido a la matemática de las fórmulas de precio y de descuento de los bonos, los cambios de precio son mayores en los bonos a largo plazo para un cambio de tasas de interés determinado que en los valores a corto plazo. Por eso, el programa de tasas de interés en curva ascendente refleja en parte la necesidad de compensar a los inversionistas los mayores riesgos que corren en los valores a largo plazo de cupón fijo.

Pero los inversores tienen objetivos de inversión diferentes, y algunos son menos sensibles a las fluctuaciones de los precios de mercado. Por ejemplo, algunos acumulan recursos financieros para usar en una fecha futura –para el retiro o la educación de sus hijos. Para esos inversionistas, la corriente tradicional de pagos semianuales de cupones por un bono a largo plazo no resulta particularmente valiosa. En ese caso, los pagos semianuales de cupones deben reinvertirse para acumular, o capitalizar, interés en el horizonte de inversión planeado –pero la tasa de interés real ganada reinvertiendo los cupones provisionales se conoce cuando el hecho ya se produjo. Por eso, la renta total realizada y la riqueza futura no pueden conocerse en el momento en que se compran los bonos.

Otro elemento del valor futuro es la capacidad de una emisión para mantener su valor relativo para otros prestatarios, su calidad de crédito relativa. A los inversionistas les preocupa la calidad de crédito de sus inversiones. Una calidad de crédito que se deteriora disminuye el valor de mercado de las inversiones y a la vez genera preocupaciones en cuanto a la seguridad del capital. Por otro lado, como se señaló en la anterior discusión sobre las calificaciones, las calificaciones de

bonos más altas y la mayor calidad de crédito pueden aplacar las inquietudes de los inversionistas, especialmente del inversor individual.

La creatividad de la década de 1980 en el mercado municipal de bonos se redujo a reestructurar el valor tradicional a largo plazo con ingreso fijo vendido en base a su calificación y a presentar nuevos productos pensados para satisfacer las demandas de los inversionistas que iban surgiendo en cuanto a riesgo/retorno. Antes de pasar a las variedades específicas de instrumentos que aparecieron, es útil analizar los puntos esenciales de las nuevas técnicas de estructuración de la deuda.

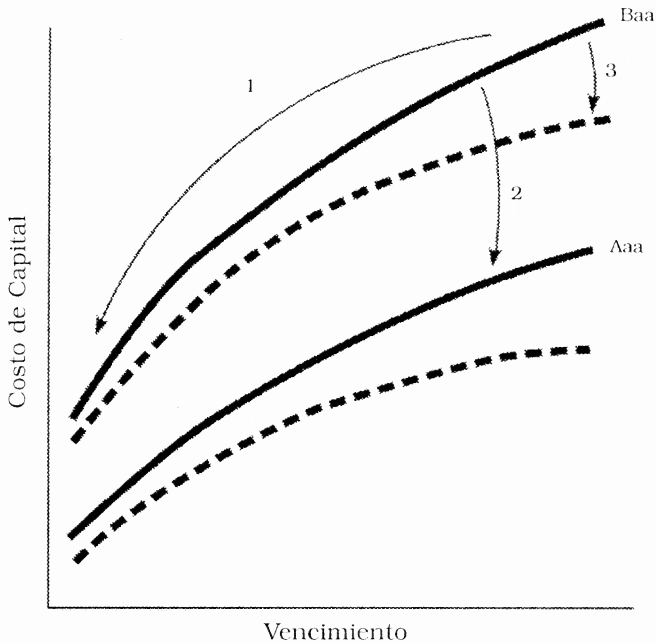
Los cánones de creatividad

Se pensaron variadas técnicas de financiamiento para modificar las relaciones tradicionales riesgo/retorno entre prestamistas y prestatarios. Éstas pueden resumirse, a los fines prácticos, de la siguiente manera:

- Pasar el riesgo de la tasa de interés del prestamista al prestatario.
- Aumentar el valor crediticio de los prestatarios pasando los riesgos relacionados con el crédito a terceros.
- Aumentar los tipos de rentas disponibles a los inversionistas, más allá de los disponibles por la recepción de los pagos del interés devengado.

Estos tipos generales de acciones de “financiamiento creativo” pueden analizarse dentro del marco de la curva de rentabilidad típica, tal como aparece en la Figura 4, que muestra el costo del capital en el eje vertical y el vencimiento en el eje horizontal. Se describen dos curvas de rentabilidad, una para un crédito que tiene una nota más baja (que aparece como Baa) y otra para un crédito de primera (Aaa). Un método para bajar costos consiste en abreviar el vencimiento, aprovechando las tasas de interés tradicionalmente más bajas en los mercados a corto plazo, como se puede ver a partir del movimiento descrito por la flecha. Una posterior discusión sobre los instrumentos de mercado a corto plazo y la adaptación de las obligacio-

Figura 4
Técnicas creativas de financiamiento
y Costo neto de capital



Explicación:

1. Bajar curva de rentabilidad (acortar el vencimiento)
2. Aumentar la calidad de crédito
3. Emplear otras rentas económicas y/o bajar el servicio neto de la deuda

Fuente: John Petersen y Ronadl Forbes, *Innovative Capital Financing*.
PAS Report # 392 (Chicago: American Planning Association, 1985).

nes a largo plazo para que asuman las características de instrumentos de corto plazo (tasas variables y opciones de venta), demostrará cómo se llevó a cabo este acortamiento de las obligaciones y cuáles fueron sus consecuencias para los costos. Pero es esencial señalar que un acortamiento extremo de la deuda implica riesgos y costos para las entidades emisoras que pueden neutralizar gran parte de los ahorros aparentes sugeridos por las simples comparaciones de los costos del interés.

Otra acción para bajar los costos de endeudamiento es mejorar la calidad del crédito y la calificación de la obligación. Esto queda ilustrado por el cambio de la curva de rentabilidad del grado más bajo al primero, señalado como movimiento 2. El mejoramiento del crédito puede realizarse de dos maneras: o bien la unidad tomadora de préstamo adopta medidas para fortalecer el crédito garantizado con sus propios recursos o, más comúnmente, usando aumentos de crédito de terceros como seguros, garantías o distintos tipos de mecanismos de apoyo crediticios. Nuevamente, el prestatario se embarca en el proceso de pasar el riesgo del inversor a sí mismo o a un tercero. Y, nuevamente, este movimiento en general trae aparejados costos adicionales, como primas de seguro o mayores incertidumbres sobre los futuros costos de financiamiento. El tercer movimiento importante descrito en la figura 4 implica, o bien modificar la naturaleza de las rentas económicas a los inversionistas, o bien bajar el costo neto de capital para el prestatario, o ambas cosas. Esto se describe como movimiento 3, donde la curva de rentabilidad vista en el mercado de títulos convencional es suplantada por una que refleja costos nuevos y más bajos. Son tres las principales variedades de técnicas creativas de financiamiento que pueden crear estas curvas nuevas con menor rentabilidad. La primera tiene que ver con aquellas acciones a través de las cuales el prestatario cambia la naturaleza de los pagos de intereses para proteger al inversor contra el riesgo de reinversión garantizando, efectivamente, la reinversión de las ganancias de intereses en una fecha establecida. Un buen ejemplo de esta aplicación se encuentra en el descuento de emisión original, o sea los bonos de cupón cero. Naturalmente, el prestatario asume la carga de un pago mucho más grande al término del período de inversión y los problemas forzosos de manejar fondos de amortización y otros recursos que serán necesarios para cumplir con el pago final.

La segunda técnica que cambia la naturaleza de los rendimientos económicos para los inversionistas consiste en diseñar transacciones que aprovechen preferencias fiscales que no sean la exención de impuestos de los intereses devengados. Una técnica dominante en este sentido fue el diseño de financiamientos públicos/privados conjuntos en los cuales

inversionistas privados –adquiriendo derechos de propiedad– podían disfrutar los beneficios de preferencias fiscales como la amortización acelerada y créditos fiscales de inversión. Las oportunidades de esta maniobra para bajar costos quedaron prácticamente eliminadas con la Ley de Reforma Tributaria de 1986. Un tercer conjunto de técnicas de financiamiento innovadoras capaces de bajar el costo neto de capital para los gobiernos estatales y locales tiene que ver con la estructuración de transacciones para aprovechar la oportunidad de ganar interés a través de la inversión de activos, entre otros, la inversión de ganancias de los bonos, y en títulos imponibles que rindan más que los costos de interés de los préstamos exentos de impuestos (una práctica llamada arbitraje). Las técnicas de arbitraje para bajar el costo neto de capital siguen siendo interesantes en algunas transacciones, pero su disponibilidad y rentabilidad se vieron fuertemente recortadas con la Ley de Reforma Tributaria de 1986.¹¹

¹¹ La diferencia favorable entre los valores exentos de impuestos e imponibles aportó fuertes incentivos para que las emisiones exentas de impuestos pidieran préstamos mayores y antes de lo necesario para responder a la necesidad de un proyecto particular. En efecto, la mayoría de las entidades emisoras podían tener ganancias de arbitraje ilimitadas durante tres años y, más allá de eso, podían usar las ganancias para cubrir la suscripción y otros costos de emisión. La Ley de Reforma Tributaria de 1986 eliminó la mayoría de las oportunidades de arbitraje restringiendo fuertemente el período en el cual se podían tener ganancias ilimitadas y forzando a las jurisdicciones a pagar por cualquier ganancia excedente en forma de descuentos para el Tesoro de los Estados Unidos. Se cambiaron las definiciones para limitar más las oportunidades de ganancias (incluida la prohibición de costos de emisión) y para crear requisitos de llevar registros. Si bien la Ley Tributaria de 1986 suprimió la mayoría de las oportunidades de arbitraje, engendró algunas técnicas innovadoras. Por ejemplo, las restricciones al arbitraje no se aplicaron a los beneficios de bonos invertidos en valores exentos de impuestos. Esto permitió que las entidades emisoras de exentos de impuestos invirtieran en exentos de impuestos parcialmente imponibles (los sujetos al Impuesto Mínimo Alternativo). Además, los valores de las administraciones que emitían menos de \$ 10 millones al año eran susceptibles de un tratamiento fiscal especial en las carteras de los bancos (Bonos bancarios calificados).

La base del cambio: los títulos a cort plazo

La curva de rentabilidad muy abrupta de comienzos de la década de 1980 y el alto nivel de las tasas concentró muy pronto la atención en las oportunidades de aprovechar el costo relativamente bajo de capital disponible en el mercado a corto plazo exento de impuestos. En un primer momento, las entidades emisoras revieron sus métodos tradicionales para pedir prestado a corto plazo y pensar de manera creativa en su utilización.

Las formas tradicionales de crédito a corto plazo son los certificados con interés aplicable al pago de impuestos (tax or revenue anticipation notes - TAN o RAN) y los pagarés en previsión de una emisión de bonos (bond anticipation notes - BAN). Los TAN y los RAN, equivalentes a créditos de explotación, aportan fuentes temporarias de fondos para cubrir lagunas de flujo de efectivo entre las recaudaciones de ingresos y los gastos operativos. Los BAN se utilizan para proveer fondos provisionales durante el avance de la construcción; al completar el proyecto, son reemplazados por financiamiento de los bonos a largo plazo.

Estas formas tradicionales de crédito a corto plazo comparten varias características con el financiamiento de los bonos a largo plazo. Cada emisión de certificados tiene una tasa de interés fija y cada venta de certificado requiere una resolución de crédito independiente, que acompañe la documentación de las ventas (como un dictamen jurídico y una declaración oficial), y a menudo un procedimiento de licitación competitiva. Lógicamente, el esfuerzo necesario para emitir certificados tradicionales a corto plazo desalentó ofertas reiteradas con vencimientos muy cortos –de, digamos, 90 días o menos.

La curva de rentabilidad con inclinación positiva normalmente hallada en el mercado exento de impuestos estimuló el desarrollo y el crecimiento de una serie de técnicas de financiamiento pensadas para bajar el costo del crédito bajando la curva de rentabilidad. Durante la década de 1980 se diseñaron nuevas variedades de deuda a corto plazo para capturar el gran patrimonio de fondos de inversionistas que querían una ganancia libre de impuestos sin quedar expuestos

a los riesgos de las tasas de interés inherentes a los bonos a largo plazo. Además, antes de que el Congreso de los Estados Unidos impusiera fuertes restricciones al financiamiento a corto plazo de los valores exentos de impuestos para fines de arbitraje, los bajos rendimientos de los títulos exentos de impuestos en relación con las inversiones imponibles promovieron considerablemente la ganancia de beneficios de arbitraje por parte de las entidades emisoras de títulos exentos de impuestos.

Papeles comerciales exentos de impuestos

Los papeles comerciales exentos de impuestos resultaron una solución inicial flexible para acceder al mercado a corto plazo. Es un mecanismo de financiamiento que puede definirse como obligaciones promisorias sin garantía, que tienen las características que se describen a continuación:

Es un vencimiento a corto plazo (en general 30 a 60 días) y puede llegar a ser de sólo un día o de hasta 365 días. En razón del vencimiento corto, tiene ofertas continuas (el papel negociable tiene que estar disponible con una frecuencia diaria). Los vencimientos de los papeles comerciales son objeto de negociación y se establecen para coincidir con las preferencias de la entidad emisora y del inversor. En razón de su flexibilidad, el pago del instrumento está respaldado por una facilidad de crédito (línea o carta de crédito) de un banco comercial. Por último, hay un acuerdo en el día; es decir, las compras hechas por la mañana por los inversionistas se liquidan con fondos inmediatamente disponibles al cierre de los negocios de ese mismo día.

Los papeles negociables ingresaron por primera vez en el mercado de títulos exentos de impuestos en 1973, pero no alcanzaron su auge hasta comienzos de la década de 1980. Ese lento despegue fue causado por una combinación de dificultades legales y procesales que debieron ser resueltas por las entidades emisoras gubernamentales en los primeros años. No obstante, las tasas de interés excepcionalmente bajas en el mercado de papeles negociables de primera clase a muy corto plazo hicieron que los papeles negociables resultaran sumamente atractivos, y crecieron rápidamente hasta 1985. La

aparición de las propuestas de reforma tributaria frenó su desarrollo presentando el problema de la re-emisión, que efectivamente impidió a ciertas entidades emisoras el acceso constante al mercado.¹²

Valores de tasa variable

Los valores de tasa variable se desarrollaron primero en el mercado de corto plazo pero rápidamente se extendieron también a la deuda a largo plazo. Su principal característica es que, en vez de una tasa de interés fija a lo largo de toda la vida de la obligación, la tasa puede fluctuar en respuesta a los cambios del mercado. En el caso de papeles comerciales exentos de impuestos, el mismo efecto se logra mediante los vencimientos cortos que permiten a los inversionistas frecuentes opciones para continuar prestando a la nueva tasa “refinanciando” su inversión (reemplazando los títulos vencidos por un nuevo crédito) o cobrar su crédito. En el caso de los valores de tasa variable, la nueva tasa se asigna a los papeles en circulación sin vencer.

A comienzos de la década de 1980 se incorporaron las tasas variables a un nuevo instrumento de deuda al que se le cambiaba o “reprogramaba” periódicamente la rentabilidad. En un primer momento, la tasa se calculaba nuevamente para reflejar las tasas del mercado usando una fórmula fija. Estos esfuerzos iniciales, llamados “tasas flexibles” o “flotadoras bajas”, tenían vencimientos fijos, aunque cortos, y tenían dificultad para sostener valores a la par cuando las fórmulas rígidas perdían contacto con las condiciones del mercado.

Posteriormente, esas reprogramaciones de tasas se volvieron más flexibles y basadas en los criterios del momento, sin recurrir a una fórmula. Este nuevo instrumento traía consigo el importante incentivo agregado de un elemento de la demanda que facultaba a los inversionistas, a su elección, a cobrar su inversión vendiéndosela nuevamente a la entidad emisora para pago de deuda. Esa característica de “opción de venta”, como se la denomina, aumenta considerablemente la liquidez

¹² Forbes, “Innovaciones en la financiación exenta de impuestos”, p. 357.

del inversor que, con un aviso previo, puede obtener el capital de la inversión y no se ve expuesto al riesgo de deterioro del capital que se daba en las obligaciones de cupón fijo.

Valores vendibles

Una opción de venta otorga a los tenedores de bonos la opción de mantener o rescatar a la par sus inversiones a intervalos futuros especificados. Salvo por la frecuencia del intervalo de la opción de venta, de lo contrario los bonos a largo plazo pueden comportarse como inversiones a corto plazo.

Los títulos de demanda con tasa variable, tratados anteriormente, pueden tener prórrogas sumamente breves –incluso un día o una semana– desde la fecha de venta hasta que el inversor puede ejercer la opción de venta. Esos instrumentos, en los cuales la opción de compra puede ejercerse con frecuencia entre intervalos breves (30 días o menos) son llamados de opción de rescate continua. Otros instrumentos pueden presentar opciones de venta menos frecuentes, como un año o al término de cinco o diez años.

La opción de venta efectivamente permite a los inversionistas convertir bonos a largo plazo en valores a corto plazo. Por eso, las tasas de interés de estos bonos en general son establecidas por el intervalo de opción de rescate; por ejemplo, los bonos semanales de opción de rescate continua tienen una tasa aproximadamente igual a la tasa de las inversiones a siete días. En cambio, las tasas de emisión de bonos con opción de venta pueden fijarse en el momento de la venta original, en cuyo caso el costo para el tomador del préstamo también se fija hasta que los bonos son rescatados.

Si bien la opción de venta es simple desde el punto de vista conceptual, puede requerir un elaborado grupo de actores secundarios. En un valor variable típico, cuando se reajusta la tasa de interés, el inversor tiene la opción de conservarlo durante el siguiente período o vender (“ofrecer”) sus bonos. Para asegurarse de que haya fondos disponibles que satisfagan las demandas del inversor, son necesarias tres partes: una agencia licitadora, una agencia de re-comercialización y una facilidad de crédito.

Si los inversionistas deciden ofrecer sus bonos, una empre-

sa, actuando como agencia licitadora, cambia los bonos por efectivo. La agencia licitadora luego notifica a la agencia re-comercialización, quien entonces intenta revender los bonos licitados a una nueva tasa de interés previa referencia a un índice de intereses. Normalmente, la agencia de re-comercialización puede reajustar la nueva tasa dentro de un margen en torno de un índice de intereses para volver a ofertar los bonos a la par. Al producirse nuevas ventas, el efectivo se entrega luego a la agencia licitadora. Si no vuelven a comercializarse todos los bonos, se responde a las necesidades de efectivo restantes de la agencia licitadora mediante el acuerdo de crédito "stand by" con un banco comercial, que sirve como facilidad de crédito de respaldo para asegurar que habrá fondos suficientes para pagar a los inversionistas.

Un factor a tener en cuenta es el costo de reestructurar esos bonos con tasas de corto plazo. Normalmente, la carta o línea de crédito que constituye la facilidad de crédito cuesta entre el 0,3 y el 1 % de la suma en dólares de los bonos cubiertos, y la agencia de re-comercialización recibe una tarifa anual sobre el saldo pendiente de 0,12 a 0,25% (12,5 a 25 centésimos de punto porcentual). Por lo tanto, el costo de adaptar la mayor liquidez del inversor puede ser de 50 a 100 o más centésimos de punto porcentual.¹³ Los ahorros en costo de intereses que son posibles si hay diferencias grandes de costo entre las tasas a muy corto plazo y las tasas de los bonos a largo plazo, deben evaluarse teniendo en cuenta estos costos.

Además de los ahorros en el costo de los intereses, las emisiones con tasa variable tienen otros atributos que las hacen atractivas para las entidades emisoras. Primero, son normalmente convertibles a emisiones a largo plazo con tasa fija a cualquier fecha restablecida para los intereses a elección de la entidad emisora. Por lo tanto, cuando las tasas de interés a largo plazo caen a un nivel deseable, la entidad emisora puede optar por "movilizar" los bonos, volviéndolos a comercializar en forma de obligaciones a largo plazo con interés fijo. Asimismo, las obligaciones pueden ser exigibles en cualquier fe-

¹³ *Ibid.*, pp. 362-63.

cha de ajuste de intereses a elección de la entidad emisora sin prima de rescate. Por último, los gastos de suscripción de certificados y bonos de demanda de tasa variable tienden a ser inferiores (\$ 5 a \$ 7 por bono frente a \$10 a \$ 15), con un bono tradicional a largo plazo de tasa fija.¹⁴

La desventaja del bono con opción de venta radica principalmente en el riesgo de la tasa de interés que corre la entidad emisora. Ésta no tiene claro, de un ajuste de la tasa de interés al siguiente, cuál será el servicio de la deuda. Esta incertidumbre puede eludirse estableciendo máximos de tasas de interés o incorporando una reserva o un fondo "custodio" de tasa de interés que puede utilizarse para eliminar las fluctuaciones en el costo del interés. Asimismo, si la entidad emisora tuviera la necesidad de usar la facilidad crediticia, el costo del crédito puede aumentar abruptamente porque la tasa de interés de los préstamos normalmente está vinculada a la tasa mínima de interés bancario o es más alta. También existe el riesgo de que la calificación crediticia del proveedor de la facilidad de crédito baje y genere un retorno sustancial de la emisión a la agencia de re-comercialización, la cual debería entonces aumentar abruptamente las tasas de interés o hacer un nuevo acuerdo de respaldo, quizás en condiciones de mercado desfavorables.

Para resolver los problemas antes mencionados se han concebido acuerdos de re-comercialización, de tal manera que los bonos devueltos para rescate pueden redistribuirse de muchas maneras. Las alternativas de re-comercialización fueron refinadas para incluir opciones de conversión que permiten a la entidad emisora y a la agencia de re-comercialización cambiar la estructura de pago de intereses (de fija a variable o de variable a fija). Estas opciones de conversión también pueden combinarse con opciones del prestatario para concluir, previo aviso, la venta. La opción de conclusión, combinada con la opción de conversión, permite que las entidades financieras vendan deuda a largo plazo con tasa fija a una fecha futura en que las tasas de interés hayan bajado, sin la necesidad de licitar primero los bonos de tasa variable para su rescate.

¹⁴ *Ibid.*

Posiblemente el apogeo de la flexibilidad en la estructuración de deuda exenta de impuestos se alcance con los bonos “multimodales”. Los bonos multimodales permiten que los suscriptores estructuren la totalidad o parte de la emisión en un modo de precio unitario (similar a los instrumentos negociables en cuanto que la agencia de re-comercialización tiene la libertad de establecer escalas de interés y los inversionistas seleccionan el vencimiento que quieren); un modo de tasa variable; y un modo de tasa fija (la estructura tradicional, que puede ir de un año hasta el vencimiento final). Los bonos, a lo largo de su vida, pueden, previo aviso, ser convertidos de un modo a otro, estableciendo así una gran flexibilidad por parte de la entidad emisora.

Opciones de compra

La mayoría de los prestatarios estatales (aun en presencia de una curva de rentabilidad ascendente) optan por emitir deuda a largo plazo de cupón fijo sabiendo que, si bien es un poco más cara, se puso un techo a los pagos futuros del servicio de la deuda. Asimismo, son como una puerta de emergencia, de modo que pueden refinanciar su deuda si las tasas caen. Una técnica llamada refinanciación da a las entidades emisoras la flexibilidad para reducir los costos restantes del servicio de la deuda en alguna fecha futura. La clave de la refinanciación es la disposición de rescate opcional, popularmente conocida como opción de compra.

Si las tasas de interés futuras caen muy por debajo de las tasas de los cupones en bonos en circulación, los prestatarios con opción de compra pueden rescatar la deuda pendiente con cupón alto sin riesgos de mercado desconocidos y financiar el rescate con deuda nueva a un costo más bajo. La recompra de bonos no reembolsables y no convertibles tiene su precio. A título ilustrativo, un bono no reembolsable y no convertible emitido con un cupón del 9% y 20 años de vencimiento demandaría un precio de mercado de \$ 134,67 por un valor a la par de \$ 100 si las tasas del mercado bajaran a un 6%.

El costo que tiene para los prestatarios incorporar la opción de compra adopta la forma de una tasa más alta en los bonos redimibles. Las tasas en los bonos reembolsables por

anticipado se ubican de 10 a 50 centésimos puntos porcentuales más arriba que las tasas de bonos comparables en todo lo demás, pero que no son reembolsables y convertibles.¹⁵ El mercado habitualmente concede mayor valor a la opción de compra cuando las tasas de interés están cerca de picos cíclicos, suponiendo que los altos niveles de las tasas durante esos periodos no pueden sostenerse en el largo plazo.

En la mayoría de los casos, los contratos bilaterales de emisión conllevan una “protección de compra” que prohíbe el ejercicio de una opción de compra durante un periodo que abarca de cinco a diez años después de la fecha de venta del bono. Además, la mayoría de las disposiciones de compra requieren que las entidades emisoras paguen una prima de compra a los inversionistas si los bonos son rescatados posteriormente (“reembolsados”). Estas primas en general van del 2% al 5% sobre la par (por ejemplo, un precio de rescate de \$ 102 o \$ 105 por un valor a la par de \$ 100) y están pensadas para compensar a los inversionistas si hay un reembolso temprano de la deuda.

Estrategias de refinanciación

Las entidades financieras pueden seguir dos estrategias generales para ejercer la opción de compra cuando las tasas de interés bajan: la refinanciación y la refinanciación anticipada. Al final del periodo de prórroga de la compra, generalmente cinco o diez años a partir de la fecha de venta de los “viejos” bonos, las entidades emisoras pueden optar por hacer una refinanciación. Una refinanciación implica la venta de nuevos bonos, cuyos beneficios se utilizan concurrentemente para rescatar bonos “viejos”. Las refinanciaciones en general se realizan para ahorrar costos de intereses pero deben emprenderse para superar las restricciones de los acuerdos de préstamo.

No obstante, una importante alternativa para las entidades emisoras es la refinanciación anticipada. La refinanciación

15 *Ibid.*, p. 367. Los inversionistas demandan un pago por dar a los prestatarios la opción de compra porque el ejercicio del rescate opcional les exigirá reinvertir a una tasa de interés más baja.

anticipada requiere la venta de bonos nuevos, igual que en la refinanciación, pero el producto no se usa inmediatamente para rescatar los bonos en circulación. El producto, en cambio, se invierte normalmente en valores del Estado estadounidense y se hace un depósito de garantía. Este fondo de depósito en garantía se utiliza para cumplir con los pagos del servicio de la deuda de los “viejos” bonos hasta la primera fecha de compra, momento en el cual el resto del fondo de depósito en garantía se utiliza para rescatar los bonos en circulación. Con la técnica tradicional de refinanciación anticipada, los “viejos” tenedores de bonos van al fondo de depósito en garantía para su garantía (que fue financiada con el producto de la refinanciación); mientras que en la refinanciación “directa”, los tenedores de bonos recurren a la fuente de renta garantizada original para su garantía. Por lo tanto, los propietarios de los bonos refinanciados mediante el depósito en garantía gozan de una elevación de la calidad crediticia de sus tenencias.

Las refinanciaciones anticipadas son transacciones financieras complejas que se estructuran de muy diversas formas y están sometidas a una serie de limitaciones impuestas por las leyes y las regulaciones fiscales federales y por las disposiciones relativas a los contratos de bonos.¹⁶ Generalmente, sin embargo, una vez que una entidad emisora se dispone al pago de una emisión de bonos en circulación, esa emisión se considera “anulada” o ya no un pasivo para la entidad emisora.

El bono de cupón cero

El bono de cupón cero (cero) es un valor que no paga cupones de intereses sino que, siendo originalmente vendido con descuento, a lo largo de su vida acumula (o acrecienta) el interés que se paga al vencimiento de la obligación. Los bonos cero pueden resultar especialmente atractivos para los inversionis-

¹⁶ Véase Lennox Moak, *Municipal Bonds: Planning, Sale and Administration* (Chicago: Municipal Finance Officers Association, 1982), pp. 321-25. Recientes leyes tributarias federales limitaron significativamente la capacidad para la refinanciación anticipada. Algunos tipos de bonos exentos de impuestos pueden no anticipar refinanciaciones mientras que otros sólo pueden hacerlo una vez. Véase Petersen, pp. 2-9.

Tabla 3
Importancia de las recuperaciones de reinversión para el
rendimiento realizado: Cupón de 8,50% comparado con el Bono
de cupón de 8,50% con tasas alternativas de reinversión
 (Bonos a 20 años con un precio inicial de \$ 1.000)

	Panel A		Panel B	
	Bono de cupón al 8,50% Tasa de reinversión del 8,50%	Cupón cero con rendimiento del 8,50%	Bono de cupón al 8,50% Tasa de reinversión del 7%	Bono de cupón al 8,50% Tasa de reinversión 10%
Ingreso sobre cupón	\$1,700	0	\$1,700	\$1,700
Ingreso por reinversión	2,412	0	1,785	3,168
Recuperación de capital	1,000	0	1,000	1,000
Rendimiento total (20 años)	5,112	5,112	4,485	6,868
Rendimiento realizado	8,50%	8,50%	7,79%	9,25%

Fuente: Tomado de John Petersen y Ronald Forbes, *Innovative Capital Financing* (Chicago: American Planning Association, 1985)

tas que desean acumular riqueza futura o que prevén que las tasas futuras de reinversión pueden ser más bajas que las tasas de cupón actuales. En suma, para estos inversionistas, los bonos cero pueden ser vistos como una forma de evitar el riesgo de reinversión. La Tabla 3 muestra ejemplos de rendimientos alternativos de reinversión para demostrar el concepto.

El Panel A de la tabla 3 compara un bono cero que cuesta hoy \$ 1.000 y tiene un pago final de % 5.112 en 20 años con un bono de cupón que también cuesta \$ 1.000 hoy pero que paga un ingreso por cupón de \$ 85 cada año hasta el vencimiento. Tal como se señaló, para que un bono con cupón corriente produzca el mismo rendimiento total al término de los 20 años, los pagos de cupón provisorios deben reinvertirse al 8,5%. Nótese que el interés ganado sobre el interés, o renta por reinversión, es la parte más significativa del rendimiento total para los inversionistas a largo plazo en bonos de cupón.

El Panel B indica que la renta realizada final sobre los bonos con cupones al término de los 20 años es muy sensible a la tasa de reinversión. Si la corriente de pagos de cupones se reinvierte a una tasa de sólo 7,0%, el rendimiento total cae a \$ 4.485; por el contrario, cuando la tasa de reinversión es de 10%, el rendimiento total aumenta a \$ 6.868. Para los bonos cero, el rendimiento compuesto realizado es de 8,5%. Para el bono con cupón al 8,5%, el rendimiento realizado compuesto con reinversión al 7,4% es sólo del 7,79%; a una tasa de reinversión de 10%, la renta realizada compuesta es de 9,25%.

Estos ejemplos ilustran que los bonos cero pueden resultar una alternativa de inversión atractiva a los bonos con cupón para los inversionistas con un objetivo de inversión de acumulación segura de activos. Al garantizar tasas de reinversión, los bonos cero reducen el riesgo de tasas de inversión futuras inciertas para los inversionistas.

Una desventaja para la entidad emisora de los bonos cero es que deben utilizarse inicialmente muchos más bonos con valor a la par para realizar una suma determinada de beneficios netos, lo cual puede generar problemas legales respecto del tratamiento del endeudamiento. La prórroga del pago de intereses hasta el vencimiento de los bonos también puede generar incertidumbres en cuanto a la capacidad de las entidades emisoras para responder a los pagos finales superiores al promedio.

Una variante importante del bono cero es el bono de revaluación del capital o bono de acumulación (*accumulator bond*). Al igual que el bono cero, todo el servicio de la deuda se pospone hasta el vencimiento. No obstante, a diferencia del bono cero, los bonos no se venden con un descuento original sino que se venden a la par. Mientras tanto, el componente de interés es mantenido por la entidad emisora y compuesto a la tasa establecida, de modo que el inversor recibe una suma global múltiple del importe del capital al término del período de tenencia. De lo contrario, el bono de acumulación funciona en gran medida como el bono cero.

La mayor ventaja del bono de acumulación es legal: como la mayoría de las limitaciones de endeudamiento (incluidos los techos a los bonos para vivienda de una sola familia y los de desarrollo industrial) se expresan en términos del valor no-

mineral de la deuda, los bonos de acumulación permiten ventas convencionales que retienen el beneficio del rendimiento cautivo de la reinversión para el inversionista.

Emisión directa y minibonos

La mayoría de las entidades financieras optan por comercializar sus bonos a través de un sindicato de suscripción mediante el cual los valores son comprados, primero, por banqueros de inversión, que luego redistribuyen la oferta a los inversores últimos. Pero, en algunos casos, la entidad emisora puede optar por colocar sus bonos directamente con los inversionistas. Cuando se da, normalmente se restringe a préstamos a corto plazo o a emisiones pequeñas o especializadas.

Una excepción a la regla ha sido, sin embargo, el uso de emisiones directas en las que un gobierno decide ofrecer a sus ciudadanos inversionistas valores de sus propias agencias de colocación. Para atraer a pequeños inversionistas y fomentar una distribución amplia, los bonos en general se ofrecían en denominaciones pequeñas (\$ 100 a \$ 500 contra los habituales \$ 5.000 del bono convencional). Si bien estas ofertas de "minibonos" eran bastante poco frecuentes debido a los costos administrativos relativamente altos y a la incertidumbre en cuanto a reunir los fondos necesarios, las innovaciones en otras partes del mercado hicieron que se los viera bajo una luz mucho más favorable en los últimos años. El uso cada vez mayor del bono descontado de emisión original, combinado con la forma de título nominativo (que reemplazó la forma al portador por ley federal a comienzos de los años '80) y la introducción de la opción de venta: todo se combinó para bajar considerablemente los costos administrativos que implicaba la emisión del minibono, haciéndolo mucho más efectivo desde el punto de vista del costo.¹⁷

Ofertas recientes de minibonos adoptaron el instrumento

¹⁷ Para un tratamiento detallado del desarrollo y las aplicaciones de los minibonos, véase Lawrence Pierce, Percy Aguilá, y John Petersen, con Catherine Holstein, *Municipal Minibonds: Small Denomination Direct Issuances by State and Local Governments* (Chicago: Government Finance Officers Association, febrero 1989).

de acumulación de capital (eliminando la necesidad de emitir cheques de intereses semianuales) y la opción de venta para dar liquidez al inversor (a cambio de hacer los instrumentos no transferibles, con lo cual se elimina la necesidad de agencias de transferencia). Reducir el papelerío y la necesidad de servicios externos torna competitivos los costos para reunir capital con los que se dan en el mercado convencional (especialmente si la emisión se hace conjuntamente con una oferta convencional). Además, el minibono puede tener importantes ventajas para las relaciones públicas, pues desarrolla el apoyo local y la comprensión del programa de financiamiento de capital de una jurisdicción.¹⁸

Protecciones, entrega anticipada y swaps

La Ley de Reforma Tributaria de 1986 impuso muchas restricciones nuevas y sumamente complicadas al préstamo exento de impuestos en la segunda mitad de la década de 1980. Mientras tanto, la tasa de interés –generalmente en baja– estimuló a las entidades emisoras a buscar financiamiento a largo plazo, ya sea para bloquear las tasas bajas disponibles corrientemente o para refinanciar deuda pendiente que había sido vendida en un entorno de intereses altos. Cumplir cualquiera de estos objetivos con las nuevas restricciones produjo toda una serie de técnicas nuevas en el mercado al final de la década.

Con sus restricciones al arbitraje, la Ley de Reforma Tributaria de 1986 eliminó las ventajas de postergar la emisión de bonos y aceleró el interés de las entidades emisoras por emitir bonos como protección contra aumentos futuros de las tasas de interés. Por ejemplo, la entidad emisora podía llegar a tener una serie de proyectos identificados para financiar y desear bloquear los costos bajos de los intereses, o podía simplemente especular con que en algún momento futuro podría necesitar dinero y, en ese caso, reuniría capital a bajo costo. En ese préstamo, concebido como una protección contra futuros aumentos de las tasas, los beneficios se ponían en un

¹⁸ Daniel Katzenberg, "Los programas de minibonos pagan dividendos en relaciones públicas", *The Bond Buyer*, junio 1989, p. 2.

depósito en garantía con un rendimiento "restringido" para no violar las restricciones contra el arbitraje, y las diferentes tarifas legales y de suscripción asociadas a la transacción tenían una base contingente y se pagaban sólo cuando los fondos se gastaban realmente tal como estaba planeado. En 1988 y 1989, el Congreso sancionó leyes para restringir la práctica de estas transacciones, eliminando efectivamente la capacidad de las entidades emisoras para protegerse de futuros aumentos de las tasas a menos que tuvieran proyectos firmes en mente y listos para iniciar.¹⁹

La Ley de Reforma Tributaria hizo que grandes volúmenes de bonos exentos de impuestos en circulación quedaran excluidos de la refinanciación anticipada. Además, la Ley fijó limitaciones al volumen del préstamo exento de impuestos que podía establecerse para fines no gubernamentales imponiendo techos en los volúmenes estatales, lo cual creó problemas de cálculo del tiempo para las emisiones que excedían los límites anuales. El problema se redujo a bloquear las tasas bajas en el mercado exento de impuestos sin emitir bonos exentos de impuestos. Una forma en que se realiza esto es a través de un mecanismo llamado entrega anticipada o valores de depósito en garantía de refinanciación ("RED"), en el cual los inversionistas establecen acuerdos de compra adelantada para comprar emisiones de refinanciación exentas de impuestos si las viejas emisiones eran susceptibles de compra. El dinero del inversor es colocado en un depósito en garantía invertido en Bonos del Tesoro de los Estados Unidos pensados para vencer justo antes del vencimiento de los viejos bonos que deben refinanciarse. A los inversionistas se les paga con las ganancias de los certificados depositados en garantía (el interés es imponible) hasta que vencen, momento en el cual el capital se utiliza para refinanciar los viejos bonos. A esa altura, los inversionistas pasan a ser dueños de valores exentos de impuestos.

Naturalmente, en todo esto se hacen apuestas. Los inversionistas apuestan a que las tasas bajarán o que tal vez las tasas impositivas van a aumentar. Por otro lado, las entidades

¹⁹ Véase Perry Israel, "Arbitraje: General y Refinanciación", *National Association of Bond Lawyers Washington Conference Notebook*, enero 12, 1990, Tabla II.

emisoras corren el riesgo de que las tasas bajen más y que sus ahorros puedan llegar a ser mayores de lo que esperaban. Pero, en cualquier caso, la entidad emisora está bloqueando un ahorro en comparación con la tasa de emisión del viejo bono de cupón alto.²⁰

Otra técnica muy usada en los mercados internacionales y que ganó cierta aceptación en el mercado exento de impuestos es el uso de las permutas (swaps) de tasa de interés. Al igual que con los depósitos en garantía, el mayor ímpetu para los swaps parece haberse desarrollado a partir de la necesidad de alcanzar objetivos relacionados con la gestión de la deuda (como cambiar la naturaleza del esquema de pagos de tasas de interés) sin recurrir a una nueva emisión (lo cual, como en el caso de la refinanciación anticipada, podía no ser posible).

En el swap municipal, las partes permutan sus pagos de intereses que generalmente implican un cambio de tasas flotantes por fijas. Ni la obligación original ni los pagos de capital se ven afectados por el cambio. Los pagos se realizan en forma neta; sea cual fuere la parte que debe más, paga la diferencia a la otra. Hay opiniones encontradas respecto de si el swap representa una especulación sobre las tasas de interés o si es una forma de obtener mayor flexibilidad en la gestión de la deuda. Pero, especulación o no, es indudable que ofrece la posibilidad de reorganizar los pagos de la deuda sin una re-emisión.²¹

Bonos municipales imponibles

En un tiempo se habría considerado una contradicción usar la expresión “municipales imponibles”, pero ya no es así. Si bien hubo algunos experimentos iniciales, luego de la Ley de Reforma Tributaria de 1986 surgió abiertamente una nueva

²⁰ Para una discusión más completa, véase *Financing with Forward Delivery* (New York: First Boston Corporation, 1989).

²¹ Steven Dickson, “Swaps municipales: un mercado en crecimiento podría poner a prueba el bastión de Merrill Lynch”, *The Bond Buyer*, diciembre 11, 1989, p. 1. Para una discusión acerca del swap municipal por parte de una administración local, véase Harold Boldt, “Bajar los costos del interés con una permuta de la tasa de interés en Columbia, Missouri”, *Government Finance Review*, junio 1988, pp. 23-26.

clase de obligaciones estatales y locales en las que el interés devengado era imponible según las leyes federales de impuesto a las ganancias. Estos son bonos vendidos para fines que, debido al grado de participación no gubernamental en la transacción, ya no eran susceptibles de exención impositiva o excedían los límites de las limitaciones impuestas por el código tributario federal a los bonos de ese tipo (como superar los techos de volumen o los costos totales de emisión).²²

El principal ejemplo de financiamiento imponible es el bono para desarrollo económico, en el cual firmas privadas son ayudadas por las administraciones estatales o locales. Como está sujeto al impuesto a las ganancias federal, el valor imponible implica tasas de interés más altas que los exentos de impuestos –no obstante– puede tener ventajas. Las ventajas se desprenden principalmente del hecho de que el interés devengado está exento de los impuestos a las ganancias estatales, los gobiernos que los patrocinan pueden ampliar ciertas garantías que mejoran el valor crediticio de la emisión y la mejora financiada puede gozar de exenciones de impuestos sobre las ventas e impuestos a la propiedad.²³

Si bien crece, el mercado de bonos municipales imponibles es pequeño en comparación con el mercado exento de impuestos convencional, representando sólo 2 a 3% del préstamo público estatal y local.²⁴

Aumentos de crédito

Los aumentos de crédito son acuerdos contractuales que involucran a terceros que fueron diseñados para mejorar el valor crediticio –representado por la calificación del crédito– de las transacciones y de las entidades emisoras. El riesgo de in-

²² John E. Petersen, "Bonos imponibles en el país y en el exterior", *Government Finance Review*, febrero 1987, p. 12.

²³ Véase *New York's Local Industrial Development Agencies* (Albany, N.Y.: New York State Legislative Commission on State and Local Relations, 1989), pp. 41-49.

²⁴ Steven Dickson, "El volumen municipal imponible subió 34% en 1989", *The Bond Buyer*, enero 11, 1990, p. 1.

cumplimiento de pago constituye una preocupación fundamental para las calificadoras y los inversionistas, y hechos que se produjeron en el mercado de bonos municipales a menudo no fueron tranquilizadores en ese sentido durante la década de 1980. Dejando de lado el default enorme por \$ 2.250 millones de Washington Public Power Supply System (WPPSS) (Sistema Estatal de Provisión de Energía Eléctrica) en 1983, el mercado municipal debió lidiar con toda una serie de molestias y decepciones menores. Si bien el registro de pagos sobre el valor municipal siguió siendo bueno durante toda la década, las opiniones de las calificadoras fueron sometidas a numerosas revisiones; en el caso de Moody's hubo alzas de 500 a 600 créditos que les hicieron cambiar sus calificaciones anualmente. Además, a lo largo de gran parte de la década predominaron las notas bajas por sobre las altas, una fuente de preocupación tanto para los inversionistas cuanto para las entidades emisoras.²⁵

Un factor que contribuyó a la importancia de los aumentos fue el crecimiento del inversor individual como principal comprador del mercado. Como se dijo anteriormente, el mercado de bonos municipales se distingue por la gran cantidad y heterogeneidad de los valores que se ofrecen. Los inversionistas individuales en general no tienen carteras de tamaño suficiente como para permitir una diversificación y tienen habilidades e información limitadas para seguir créditos particulares. Por consiguiente, los suscriptores de bonos y los fondos de bonos descubrieron que era una útil herramienta de comercialización (y una protección contra acusaciones de fraude con valores) para reducir el riesgo crediticio adquiriendo obligaciones con aumentos de crédito.

A continuación se analizarán tres tipos de aumentos de crédito: los apoyos crediticios bancarios (sobre todo, pero no exclusivamente, en el mercado a corto plazo); el seguro de bonos otorgado por aseguradoras privadas; y los programas de asistencia crediticia patrocinados por el Estado destinados a las administraciones locales.

²⁵ John Petersen, *Information Flows in the Municipal Securities Market* (Chicago: Government Finance Officers Association, 1989), p. 2.

Los aumentos crediticios bancarios

Los apoyos crediticios bancarios (o facilidades de crédito, como se los llama globalmente), pueden agruparse en dos tipos genéricos: líneas de crédito y cartas de crédito. La forma más débil de apoyo bancario es la línea de crédito. Este tipo de acuerdo generalmente da sólo liquidez temporaria para la deuda de la entidad emisora y puede estar sujeto a numerosas disposiciones. Por ejemplo, muchas veces la línea no puede usarse si el prestatario se encuentra en incumplimiento de su obligación.

Las líneas de crédito se usan principalmente en el mercado a corto plazo para unidades públicas de nivel crediticio superior y allí donde sólo se presenta una necesidad temporaria de financiación. Los bancos en general imponen dos sobrecargas a las líneas de crédito —una comisión por inmovilización de fondos y una tasa de reducción. La comisión por inmovilización de fondos (en general del 0.12% al 0.25% del importe de la deuda) es como una prima de seguro; es el gasto por asegurar acceso al efectivo en una fecha futura. La tasa de reducción es la tasa del crédito cobrada por el banco si realmente otorga un crédito en la línea. Las comisiones de préstamo pueden ir del 60% de la tasa de la letra del Tesoro de los Estados Unidos al 100% o más de la tasa mínima de interés bancario (imponible), estando las tasas atadas al valor del ingreso exento de impuestos del banco.²⁶

La forma de aumentos de crédito más importante es la carta de crédito. Las cartas de crédito son compromisos entre el banco y los inversionistas (o fideicomisos) en los que éstos tienen reclamos directos para que el banco les pague en caso de que no se pague el servicio de la deuda como corresponde. Casi todas las cartas de crédito son irrevocables y, por ende, constituyen una garantía directa del banco respecto de la obligación del tomador del crédito, independientemente de las acciones posteriores por parte de la entidad emisora. Las comisiones de las cartas de crédito son más altas que las comi-

²⁶ Forbes, "Innovaciones en la financiación exenta de impuestos", p. 378.

siones por los acuerdos de liquidez, ubicándose entre un 0,12 y un 1,5% del importe de la deuda.²⁷

En general, el plazo de una carta de crédito es más breve que la vida de los bonos. Los plazos normalmente van de cinco a diez años, con renovaciones futuras a elección del banco. Si un banco notifica a una entidad emisora que decide no renovar, el acuerdo con los inversionistas en el préstamo reforzado puede estipular que se aporten apoyos sustitutos (o calificación equivalente) o los bonos se someterán a un rescate obligatorio. Por ende, si bien los inversionistas reciben algunas garantías adicionales sobre la seguridad de su renta futura prevista, la duración de esta seguridad es incierta.²⁸ La experiencia de estos últimos años ha demostrado que los propios proveedores de aumentos están sujetos a que se les baje la nota, con lo cual presenta una dimensión adicional de riesgo.²⁹ Además de las facilidades de crédito, las instituciones financieras ofrecen otros mecanismos diseñados para aliviar distintos riesgos que pueden enfrentar tanto los inversionistas cuanto las entidades emisoras. A cambio de una tarifa, los bancos pueden elaborar protecciones de las tasas de interés (que establecen máximos a las tasas de interés pagadas en caso de valores con tasa variable); acuerdos de inversión (que garantizan las diferencias entre el costo de los fondos prestados e invertidos); y permutas de tasas de interés. Estos mecanismos pueden neutralizar o proteger contra distintos riesgos, pero tienen su costo.

Seguro de bonos privado

Siguiendo muchos de los mismos impulsos del mercado que llevaron al desarrollo de las cartas de crédito, la demanda de obligaciones aseguradas exentas de impuestos aumentó rápi-

²⁷ *Ibid.*

²⁸ En el caso de las obligaciones a largo plazo o donde podría haber una forma más débil de apoyo, las calificadoras califican la emisión en base al crédito del banco para el período cubierto por la carta de crédito irrevocable y en base a la calificación del crédito de la entidad emisora oculta, pues se supone que la carta de crédito puede no siempre mantenerse vigente.

²⁹ Forbes, "Innovaciones en la financiación exenta de impuestos", p. 378.

damente. Las nuevas emisiones de bonos asegurados en 1989 alcanzaron los 8 30 mil millones, o sea alrededor del 25% del volumen total.³⁰ Al contrario de las cartas de crédito, que pueden terminarse antes del vencimiento del bono, el seguro de bonos es una promesa incondicional de pagar durante toda la vida de la emisión del bono. Las aseguradoras de bonos normalmente están formadas por importantes compañías aseguradoras de propiedades y accidentes con diversas instituciones financieras grandes que también aparecen en consorcios. Están reguladas por comités de seguros estatales. Para ser aceptadas en el mercado las compañías aseguradoras normalmente deben pertenecer a la categoría de calificación más alta.

En la actualidad, hay tres compañías aseguradoras privadas de bonos municipales: Municipal Bond Investors Assurance Corporation (MBIA); American Municipal Bond Assurance Corporation (AMBAC); y Financial Guaranty Insurance Company (FGIC). El seguro de bonos estándar estipula que, en el caso de una entidad emisora que no haga debidamente los pagos de capital e intereses, lo hará la aseguradora. Los pagos se realizan de acuerdo con el programa de vencimiento original, y dichos pagos siguen siendo exentos de impuestos.

Las primas se ajustan al riesgo, y la calidad de crédito exigible del prestatario asegurado debe responder a ciertos criterios para poder aspirar al seguro. En la práctica, el tomador del préstamo debe tener una calificación equivalente a Baa o BBB o mejor de alguna de las calificadoras. Las primas van de 0.1% a 2% del capital e intereses combinados correspondiente a la vida de la emisión y normalmente son pagaderos al comienzo de la póliza. Lo que ahorran las entidades emisoras que eligen comprar un seguro varía con el nivel de las tasas de interés, las diferencias relativas de las tasas de interés entre las notas de los bonos, y la aseguradora. Como la prima en general se paga de entrada, el ahorro en el costo de los intereses (que se produce al cabo de varios años) debe compararse con el costo de la prima en términos de valor actual.³¹

³⁰ Matthew Kreps, "Las ventas municipales aumentaron 2% en 1989", *The Bond Buyer*, enero 2, 1990, p. 1.

³¹ Thomas McLoughlin y Catherine Holstein, "¿Es lógico el seguro de bonos?", *Government Finance Review*, diciembre 1989, pp. 37-38.

Ha habido una innovación considerable en el ámbito del seguro de bonos. El seguro de bonos se usa para “los gastos de comercialización” de las cartas de crédito de bancos con calificación baja o sin calificación, donde el banco provee un acuerdo de liquidez y la aseguradora provee un seguro de garantía para cubrir el riesgo del crédito y la liquidez a más largo plazo. Otra innovación es el seguro de las reservas del servicio de la deuda. Según este programa, la aseguradora puede asegurar una parte del interés y del capital, permitiendo que la entidad emisora pueda distribuir con una reserva del servicio de la deuda.

Un último suceso en el área del seguro tiene que ver con la mayor competencia entre las aseguradoras. Las entidades emisoras en general son bien asesoradas a la hora de pedir ofertas competitivas para los seguros, así como para hacer sus ofertas de bonos asegurados y no asegurados, dejando así que el mercado determine la forma más barata de pedir prestado.

Asistencia crediticia estatal

Los gobiernos locales muchas veces tienen la posibilidad de mejorar la comercialización de su deuda obteniendo asistencia crediticia estatal. Los Estados tienen una gran diversidad de formas de ayudar a los gobiernos locales a cubrir sus necesidades de financiamiento de capital. Los principales tipos de asistencia estatal son las garantías, distintas formas de fondos de crédito, bancos y otros organismos de préstamo con fines especiales para ayudar a comercializar los bonos.³²

La forma de asistencia crediticia más simple y directa es una garantía del Estado para la deuda del gobierno local, comprometiendo la buena fe del Estado en apoyo a la deuda local. Si el Estado mismo tiene una calificación alta, la garantía misma genera el grado más alto de apoyo y el ahorro más alto en intereses (amén de un Estado que otorga un subsidio de intereses directo). Pero las garantías directas son compa-

³² Para un estudio completo reciente sobre la reunión de crédito, véase John E. Petersen *et al.*, *Credit Pooling to Finance Infrastructure* (Chicago: Government Finance Officers Association, 1988).

rativamente pocas. Algunos Estados no pueden extender apoyos crediticios a las localidades debido a limitaciones constitucionales. En otros casos, el Estado no quiere diluir su propio valor del crédito y ver amenazadas sus calificaciones sobre bonos. Esto puede suceder porque la garantía directa de un Estado vale contra las limitaciones de endeudamiento del Estado, y, aunque la deuda local se respalde a sí misma en la actualidad, la deuda garantizada representará no obstante un pasivo contingente.

Cuando prestan asistencia a localidades, los Estados en general tratan de aislar su propia calidad de crédito aplicando ciertas condiciones a las administraciones locales cuya deuda tendrá una garantía estatal. Por ejemplo, un respaldo estatal puede estipular que se recurra previamente a las siguientes fuentes de fondos:

- Un gravamen sobre los ingresos de un proyecto local que se financia a través de bonos garantizados por el Estado. (El gravamen puede contener requerimientos estatales sobre las recaudaciones que una localidad debe hacer para asegurar la cobertura del servicio de la deuda.)
- Un gravamen sobre la obligación general (capacidad para gravar) de la unidad del gobierno local para asegurar que se recauden suficientes impuestos para cumplir con el servicio de la deuda.
- Un gravamen sobre los pagos estatales de asistencia a la localidad para que se desvien al pago de la deuda si es necesario.
- Un gravamen sobre una reserva para el servicio de la deuda que sea igual al servicio anual máximo de la deuda.

Los Estados tienen otras formas de “suavizar” el grado de apoyo crediticio que dan a las localidades. Una técnica común es una “obligación moral” que respalda un préstamo. Según este acuerdo, el Estado no está legalmente obligado a asumir la responsabilidad del pago de créditos. Si llegara a presentarse una deficiencia en el fondo de reserva para el servicio de la deuda, la legislatura debería asignar fondos para cubrir esa deficiencia. Las obligaciones morales son una forma más débil de obligación que una garantía directa y de

mayor valor para las entidades emisoras en la reducción de sus costos de préstamo.

La forma más popular de asistencia crediticia tiene que ver con la creación de entidades de préstamo patrocinadas por el Estado, como un organismo prestador para fines especiales o un banco de bonos para fines generales, que financian a los gobiernos locales mediante la compra de sus obligaciones. El organismo reúne varias emisiones de bonos locales y las consolida en una emisión de bonos única que se vende en el mercado nacional de títulos. Normalmente, estas entidades no tienen poder para gravar y existen exclusivamente a los fines de facilitar la emisión de deuda por parte de unidades públicas. Si bien el Estado puede otorgar algunos subsidios directos a tipos particulares de tomadores de préstamo o para ciertos fines de préstamo, las tasas de interés pagadas por el organismo prestador en general forman la base de lo que deben pagar los tomadores de préstamo locales.

Para reforzar la comercialización de las obligaciones del organismo prestador y bajar los costos del préstamo, a menudo se otorga cierto tipo de apoyo crediticio patrocinado por el Estado, como los mencionados más arriba, para que el organismo tenga una calificación crediticia cercana a la del Estado. Además, al reunir emisiones más pequeñas en una grande, el organismo tiene la posibilidad de gozar de ciertas economías de escala, como costos de emisión más bajos (impresión, costos legales, etcétera) por dólar de préstamo y normalmente tasas de interés más bajas de las que pueden llegar a atraer las emisiones más grandes.

La mayor parte de los organismos estatales tienden a financiar tipos particulares de proyectos (como vivienda, hospitales, instalaciones escolares, desarrollo económico y proyectos de agua y servicios de cloacas), pero algunos son relativamente abiertos en los tipos de proyectos que pueden asistir. Los bancos de bonos municipales, que están pensados para financiar una amplia gama de funciones públicas locales, operan en un puñado de Estados, entre ellos Arkansas, Alaska, Vermont, New Hampshire y Maine, y acaba de formarse uno nuevo en Indiana. En líneas generales, los bancos de bonos apuntan especialmente a ayudar a las administra-

ciones pequeñas a la mayoría de los grandes prestatarios públicos locales, si tienen suficiente calidad de crédito, les resulta más económico pedir prestado por su cuenta.

Resumen

En la historia reciente, no hay área de las finanzas que haya asistido a un cambio y una conmoción tan grandes como el mercado de valores municipales. Las tasas de interés altas y volátiles de comienzos de la década de 1980, sumadas a los grupos de inversionistas y a crecientes preocupaciones de éstos tanto por la tasa de interés cuanto por el riesgo del crédito, llevó a una reestructuración del instrumento de deuda tradicional con ingreso y vencimiento fijos vendido en base a su sola calidad de crédito, sin reforzar. También ayudó a la causa de la innovación en el mercado la rápida expansión en los usos de los beneficios de los bonos exentos de impuestos, la mayor importancia de los organismos con fines especiales (en oposición a las unidades generales de gobierno), y las disposiciones en el código fiscal federal que ajustaron o estimularon la emisión de valores exentos de impuestos. En la corriente de cambio, aparecieron varios instrumentos innovadores para satisfacer mejor las necesidades de los inversionistas y mejorar el mercado para los prestatarios. Hicieron su aparición los instrumentos negociables exentos de impuestos, los valores a tasa variable, las obligaciones vendibles, los instrumentos de revaloración del capital y de cupón cero.

Con la sanción de la Ley Tributaria de 1986, el mercado municipal en la segunda mitad de la década debió ajustarse a otra fuente de cambio cuando muchas de las innovaciones anteriores vieron disminuir considerablemente su atractivo o su disponibilidad. En un clima de volúmenes de préstamo muchísimo menores y tasas de interés más bajas, el mercado municipal volvió a concentrarse en los prestatarios tradicionales y los instrumentos convencionales. No obstante, se había aprendido la lección de reestructurar de las emisiones para responder a los mercados cambiantes y los profesionales continuaron desarrollando nuevas técnicas de préstamo para

ajustarse a tiempos cambiantes, aunque a un ritmo menor. Los bonos municipales impondibles, los préstamos agrupados, los “swaps”, la entrega anticipada y la emisión directa por parte de las entidades emisoras reflejaron áreas de innovación continua.

Riesgo moral:

¿El financiamiento del FMI alienta la imprudencia por parte de prestatarios y prestamistas?*

Timothy Lane y Steven Phillips**

¿El financiamiento por parte del FMI provoca riesgo moral?

El riesgo moral es una expresión utilizada a menudo para analizar los efectos del seguro. Se refiere a la idea de que la provisión de seguro en sí misma plantea la posibilidad de que se produzca el evento que se asegura. Esto es así porque el seguro reduce los incentivos para que la parte asegurada tome medidas preventivas. Algunos ejemplos simples serían:

- Un dueño de casa que pone menos cuidado en cerrar la puerta de su casa con llave una vez que la misma está asegurada.
- El dueño de un vehículo automotor que maneja en forma más descuidada porque su vehículo está asegurado.
- Una persona que se preocupa menos por su salud una vez que tiene un seguro de salud.

* Este trabajo fue originalmente publicado por el Departamento de Relaciones Exteriores del Fondo Monetario Internacional y ha sido incluido en la presente edición de la *Revista Internacional de Presupuesto Público* con la correspondiente autorización otorgada por el mencionado organismo, sin que los puntos de vista aquí expresados comprometan los de la institución.

** Timothy Lane es Jefe de División de la División de Revisión de Políticas en el Departamento de Revisión y Desarrollo de Políticas del FMI. Steven Phillips es Economista Senior, División Pacífico, en el Departamento Hemisferio Occidental del FMI.

En el contexto financiero, los economistas y los responsables de la política debaten si la disponibilidad de apoyo financiero de instituciones como el Fondo Monetario Internacional (FMI) lleva al riesgo moral. Es decir, el papel del FMI como prestamista a países en crisis financiera, ¿alienta concretamente a prestatarios y a prestamistas a comportarse de un modo que hace que la crisis sea más probable?

Como consecuencia de la serie de crisis del mercado financiero que acosó a los mercados emergentes en los últimos años, algunos analistas han sugerido que el apoyo financiero del FMI *da efectivamente* lugar en algunos casos a que los bancos y otras instituciones financieras otorguen préstamos en forma imprudente. Se cree que estas instituciones prestan sin considerar adecuadamente el riesgo porque confían en que los países en dificultades podrán obtener el apoyo del FMI si las cosas van mal. Al mismo tiempo, se sostiene que cuando los países saben que pueden recurrir al FMI en el supuesto de una crisis se mitiga la motivación de tomar medidas inmediatas para impedir una crisis. Las preocupaciones por el riesgo moral han tenido un lugar prominente en las recientes discusiones acerca de cómo debería reformarse la arquitectura del sistema financiero internacional y cuál debería ser el papel del FMI.

En la medida en que el financiamiento del FMI ayude a contener el daño económico total inducido por una crisis, la disponibilidad de este financiamiento podría muy bien alentar a prestamistas y prestatarios a tomar algunos riesgos que de otro modo no tomarían. Pero éste no es necesariamente un problema: por el contrario, uno de los objetivos establecidos del FMI es "dar confianza a los miembros poniendo los recursos generales del FMI temporariamente a su disposición bajo resguardos adecuados". Más bien, los interrogantes importantes son si el apoyo del FMI alienta a prestatarios y prestamistas a tomar riesgos *excesivos o imprudentes* y si estos riesgos extra superan el beneficio de la ayuda financiera del FMI al aliviar el impacto de la crisis. Uno de tales beneficios es que, en una crisis de liquidez, el financiamiento del FMI puede ayudar a compensar el problema de acción colectiva asociado con la contraproducente carrera hacia la salida por parte de los acreedores. Las respuestas a estas preguntas dan lu-

gar a otro interrogante clave: ¿cuán importante es cualquier riesgo moral creado por el FMI al influir en el comportamiento de prestatarios y prestamistas antes de una crisis?

A pesar de la preponderancia del riesgo moral en las discusiones políticas, se han realizado muy pocas investigaciones para examinar su importancia empírica hasta hace relativamente poco tiempo. Este escrito tiene en cuenta algunas pruebas preliminares para considerar el grado de riesgo moral asociado con el apoyo financiero del FMI.

Comprendiendo el riesgo moral

Primero, ¿cómo podría surgir el riesgo moral en relación con el apoyo financiero del FMI? El riesgo moral es un concepto con visión de futuro: cuando existe el riesgo moral en los mercados financieros, prestatarios y prestamistas toman riesgos *ahora* basados en el apoyo que prevén recibir en el futuro si se producen ciertos acontecimientos no deseados.

Considerando específicamente la posibilidad de que el riesgo moral resulte del financiamiento del FMI, debemos resaltar que el apoyo del FMI no toma la forma de un simple desembolso en efectivo (como el que haría un asegurador). Más bien, el apoyo del FMI llega como un préstamo que debe ser reembolsado con intereses. De modo que el monto del “beneficio del seguro” en el caso del financiamiento del FMI es la diferencia entre la tasa a la que un país podría tomar dinero en préstamo de otro modo (que puede ser muy alta durante una crisis) y la tasa activa del FMI (que está atada a las tasas de interés de mercado en los países industriales).

El riesgo moral del lado del acreedor –que puede tomar la forma de una mayor disposición para prestar– se puede distinguir del riesgo moral del deudor, o país prestatario –manifestado como una menor motivación para tomar medidas preventivas. La disponibilidad de apoyo financiero por parte del FMI podría traer aparejado riesgo moral del lado del deudor o del lado del acreedor –o de ambos– en tanto este apoyo pueda afectar los resultados para deudores, acreedores, o ambos.

Un problema, al tratar de descubrir si la financiación del FMI conduce a riesgo moral, es la dificultad de saber qué hu-

quiera pasado sin el paquete de rescate. En ausencia del FMI, un país que enfrenta dificultades financieras tendría que probar alternativas que posiblemente incluyeran, sin que la mención sea limitativa, el incumplimiento de su deuda externa. Por ejemplo, un país podría permitir que su moneda se depreciara aún más, haciendo sus exportaciones más competitivas y permitiendo que se incrementara su deuda en moneda doméstica. La alternativa que se eligiera en realidad determina en qué forma la disponibilidad de financiamiento bajo el programa apoyado por el FMI afecta los rendimientos relativos sobre los distintos tipos de deuda.

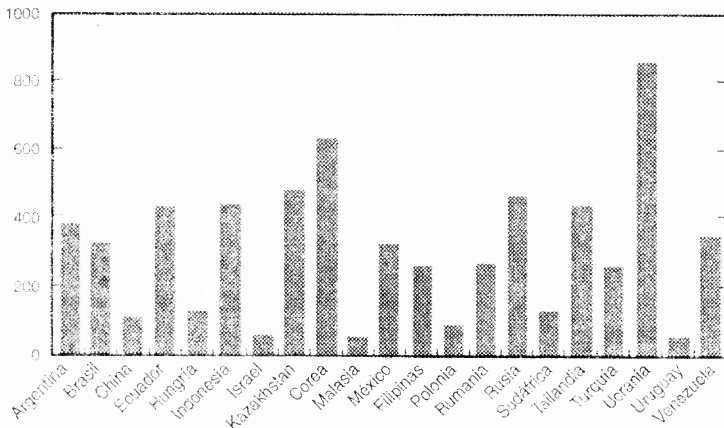
¿Confían los acreedores en que el FMI los salvará?

Una mirada a los márgenes y a los datos sobre la tasa de interés –que pueden brindar una medida del riesgo percibido– puede desechar rápidamente un punto de vista extremo sobre el riesgo moral que enfrentan los inversores. El margen entre el rendimiento sobre los bonos con riesgo de incumplimiento y el rendimiento de los bonos sin riesgo de incumplimiento (como por ejemplo los bonos del Tesoro de los EE.UU.) muestra cuántos intereses adicionales pueden obtener los inversores para mantener un bono más riesgoso reflejando, de este modo, tanto los cambios en las percepciones del riesgo por parte del inversor como los cambios en la capacidad de crédito de los acreedores. Cuanto más alto sea el riesgo de incumplimiento de la emisión de deuda de un país en particular, más amplio será el margen entre rendimientos sobre la emisión de deuda en particular y los rendimientos sobre bonos del Tesoro de los EE.UU. con vencimientos similares. Si los acreedores privados creyeran realmente que el FMI garantiza por completo el servicio de la deuda de sus países miembros, esto significaría que todos tales miembros –o por lo menos aquellos considerados “demasiado grandes para fracasar”– enfrentarían la misma tasa de interés en una moneda común. Por supuesto, no es éste el caso: en realidad, los distintos países encuentran una amplia gama de interés sobre sus tomas en préstamo en dólares estadounidenses. Véase, por ejemplo, la Figura 1, que muestra los márgenes de tasa de interés (ex-

presados en puntos básicos, es decir, un centésimo de un punto porcentual) para una muestra de 21 países de mercados emergentes a fines de 1998. Por cierto, Rusia y Brasil –si bien podrían ser considerados demasiado grandes para fracasar– tienen algunos de los márgenes más amplios de tasa de interés.

Cualquier percepción de una “garantía completa” también puede demostrar ser falsa por la tendencia de los márgenes a incrementarse durante una crisis. Incluso el hecho mismo de que las crisis se producen, brinda, de todos modos, una prueba adicional de que los participantes del mercado no ven el financiamiento del FMI como eliminando el riesgo. Es evidente que los mercados ven al FMI y a otros apoyos oficiales como limitados y/o dependientes de acontecimientos inciertos. Al mismo tiempo, naturalmente, esto no demuestra el punto de vista opuesto –que un programa respaldado por el FMI no tiene ninguna influencia sobre las perspectivas de reembolso de los acreedores.

Figura 1
Márgenes de rendimiento sobre deuda expresada en dólares
(En puntos básicos; al 31 de diciembre de 1998)



Fuente: Bloomberg.

Nota: los márgenes de rendimiento se calculan comparando deuda interna expresada en dólares estadounidenses con bonos del Tesoro de los EE.UU. con vencimiento en fechas similares.

¿Revelan las “noticias” el riesgo moral?

También se puede usar un enfoque “basado en las noticias” o “estudio de acontecimientos” para explorar la cuestión del riesgo moral. En este enfoque, uno identificaría primero los acontecimientos específicos que podrían haber transmitido nueva información a los mercados, la cual podría influir sobre su perspectiva para la futura disponibilidad de apoyo financiero del FMI. Utilizando datos diarios y observando el comportamiento de los márgenes durante periodos muy cortos, este enfoque busca aislar la influencia de las noticias relacionadas con el FMI de otros factores. Si los inversores creyeran en realidad que la disponibilidad de financiamiento del FMI tiene influencia significativa sobre el riesgo de sus inversiones, se puede esperar que los precios del mercado secundario de bonos reaccionen de inmediato ante tales noticias.

Por supuesto, este tipo de enfoque tiene sus limitaciones –en particular, que no puede distinguir el riesgo moral (efectos no deseados sobre el comportamiento económico) de los efectos deseados del FMI en reducir el daño económico real de una crisis. Esto juega a favor de encontrar pruebas compatibles con el riesgo moral. Por otra parte, también es posible que algunos de los acontecimientos identificados no sean totalmente “noticias”, dado que los mercados pueden haber previsto estos acontecimientos de antemano. Esto debilitaría el poder para detectar el riesgo moral.

En cualquier caso, el enfoque del estudio de acontecimientos considera esencialmente los *cambios* en el grado –más que en la presencia– del riesgo moral inducido por el FMI. Esto convierte al enfoque en especialmente apropiado para explorar el interrogante de si los cambios en las políticas que afectaron a los préstamos por parte del FMI durante la década del noventa produjeron un incremento en el riesgo moral.

Consideremos primero los “acontecimientos” de la década del noventa que tomaron la forma de anuncios de nuevos programas respaldados por el FMI a comienzos de la crisis financiera. El caso de México a fines de 1994 y comienzos de 1995 resulta de particular interés porque ha sido descrito como fijando un precedente importante e incluso contribuyendo directamente a la crisis asiática unos años más tarde. El crédi-

to contingente para México aprobado en febrero de 1995 era por US\$17.800 millones –el más grande aprobado alguna vez para cualquier país miembro hasta ese punto, tanto como monto absoluto como en relación con la cuota de miembros del FMI.

La escala –y otros aspectos del diseño– del programa respaldado por el FMI para México, ¿cambió las expectativas de los acreedores acerca de cómo les iría en futuras crisis? Los datos del periodo muestran que los márgenes de tasa de interés crecieron mucho a partir de fines de 1994. Anuncios posteriores de los nuevos programas respaldados por el FMI a comienzos de 1995 no impidieron incrementos adicionales –mucho menos el rápido retorno de los márgenes a sus niveles previos a la crisis. De modo que aplicar un enfoque basado en acontecimientos, no revela, en este caso, riesgo moral.

Es notable que los acontecimientos en México en 1994-95 no parecieran influir en los márgenes sobre los bonos de distintos mercados emergentes asiáticos: los márgenes no se ampliaron cuando México comenzó a enfrentar dificultades financieras y no se redujeron cuando se aprobó el apoyo del FMI a México. Tampoco se redujeron cuando se efectuaron anuncios previos a la aprobación. Esto sugiere que la mayoría de los inversores no vieron que el programa mexicano tuviera demasiada importancia para la capacidad crediticia de los países asiáticos recientemente industrializados.

Como paso siguiente, consideremos si la aprobación por parte del FMI de grandes acuerdos financieros –se realizaron seis anuncios asociados– con Tailandia, Indonesia y Corea en 1997 produjo riesgo moral. El FMI autorizó retiros de hasta US\$3.900 millones, US\$10.100 millones y US\$21.000 millones, respectivamente.

Pero los márgenes no cambiaron significativamente en respuesta a los tres primeros anuncios, que fueron efectuados antes del comienzo de una crisis más generalizada en octubre de 1997. Los márgenes del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI) del J.P. Morgan se incrementaron algo con posterioridad al cuarto anuncio –lo contrario de lo que se podría esperar en presencia de riesgo moral. Si bien las disminuciones del margen acompañaron a los últimos dos anuncios (ambos relacionados con Corea), estas disminuciones pa-

recen demasiado pequeñas para ser significativas. De modo que aquí tampoco las pruebas respaldan la idea de que la participación del FMI (en este caso, en Asia) dio nueva confianza a los inversores en los mercados emergentes en general.

Otro indicio posible del riesgo moral sería la reacción de los mercados financieros ante los cambios en los límites de acceso del FMI –topes sobre el monto que el FMI prestará a un país, salvo circunstancias excepcionales. Se fija un límite tanto para el financiamiento comprometido para un año dado como para el acumulado. Ambos son expresados como porcentaje de la cuota FMI del país. En principio, elevar los límites de acceso del FMI podría incrementar el riesgo moral si los mercados fueran a vincular esto con un signo de la disposición del FMI a prestar por montos más grandes. Si consideramos la respuesta del mercado a un incremento en los límites de acceso anuales en octubre de 1994 (del 68% al 100% de la cuota del miembro), no vemos signos de riesgo moral incrementado: los márgenes no disminuyeron.

Ahora consideremos cómo reaccionan los mercados a los cambios en el volumen de los recursos totales del FMI. Cuando los comunicados de prensa del FMI en septiembre y diciembre de 1997 y nuevamente en febrero de 1998 transmitieron la noticia de que el FMI buscaría un incremento en las cuotas de sus miembros –decisión que debería haber incrementado la percepción de la posibilidad de una expansión de los recursos del FMI–, los márgenes de los mercados emergentes no disminuyeron de ningún modo significativo. Por cierto, los márgenes *se incrementaron* bastante después del anuncio final en enero de 1999 en cuanto a que el incremento de la cuota se había producido.

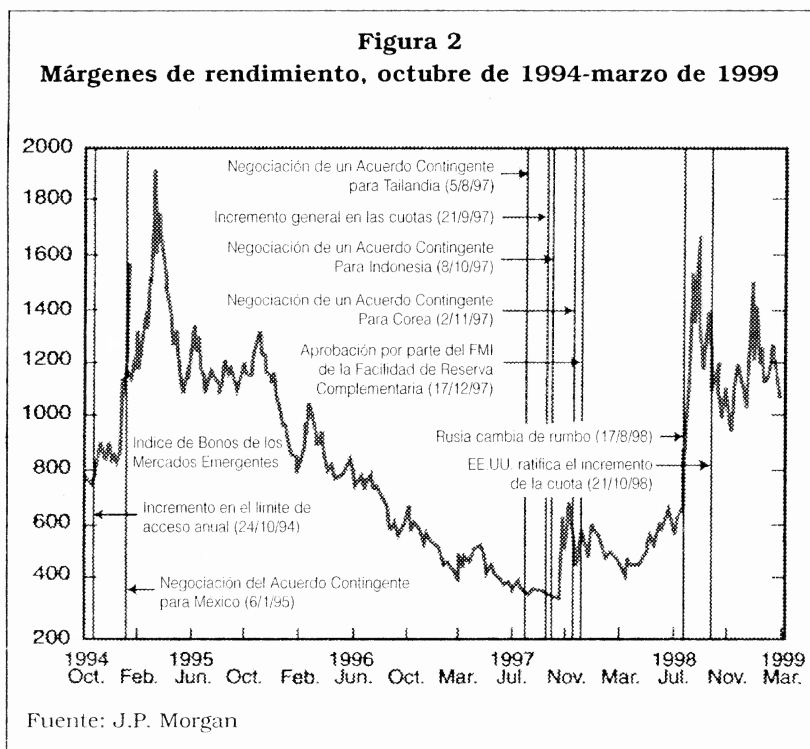
Sin embargo, se debe ser cauto al interpretar la respuesta de los mercados antes mencionada como refutando la noción del riesgo moral inducido por el FMI. Estas respuestas del mercado también podrían significar que los inversores habían previsto en gran medida el incremento de la cuota.

Puede resultar útil mirar más de cerca la respuesta a un acontecimiento que representó más claramente una novedad para los mercados. Se podría sostener que, dentro del proceso total del incremento de la cuota, obtener la aprobación de los Estados Unidos, el accionista más grande del FMI, era el

obstáculo más difícil de vencer, dado que inicialmente parecía faltar el apoyo del Congreso. De modo que, con esto en mente, el consentimiento por parte de la legislatura de los EE.UU. al pedido completo en octubre de 1998, puede haber sido el acontecimiento más digno de interés en el proceso. Y, dado que esta aprobación vino en un momento en que la situación de liquidez del FMI se había tornado inusualmente débil, es posible que los mercados hayan considerado la aprobación como rechazando una restricción sobre los préstamos futuros del FMI que había amenazado con convertirse en obligatoria en un futuro cercano. Este acontecimiento estaba asociado en realidad con una sustancial disminución de los márgenes –que parece compatible con la noción de que la disponibilidad potencial de financiamiento del FMI trae aparejado cierto grado de riesgo moral.

Pero es conveniente cierta mesura antes de llegar a esta conclusión: las pruebas no son muy sólidas, después de todo, porque la caída observada en los márgenes no fue inusualmente grande comparada con los típicos movimientos de corto plazo. En este caso, hay un problema provocado en parte por el modo en que se transmitieron las noticias de la aprobación de los EE.UU.: gradualmente, con sugerencias de una aprobación inminente en las semanas previas a que tuviera lugar concretamente, más que como un anuncio único, abrupto. Esto podría indicar la necesidad de una “ventana” más grande para recoger el impacto completo de las noticias. Pero con una ventana más grande se hace más difícil separar el efecto del incremento de la cuota del de otros acontecimientos simultáneos –especialmente el sorpresivo recorte en la tasa de interés de la Reserva Federal de los EE.UU. anunciado el 15 de octubre.

Todos los acontecimientos comentados anteriormente tenían el potencial de dar una señal a los mercados de que las políticas de préstamo del FMI se estaban tornando más liberales –dando con ello mayores garantías a los inversores. Pero, con una excepción, estos acontecimientos no estaban asociados con una disminución sustancial de los márgenes de rendimiento de los mercados emergentes (véase la Figura 2).



Redondeando el análisis, la devaluación de Rusia y el incumplimiento parcial efectivo de la deuda del gobierno local en agosto de 1998 podrían haber enviado una señal de preocupación a los inversores. Si bien había signos de dificultades en Rusia antes de agosto, pueden existir pocas dudas de que el incumplimiento ruso era una novedad para los mercados. Sin duda, antes de la crisis rusa, algunos inversores hablaban con soltura de un “juego de riesgo moral” destinado a explotar la percepción de Rusia como “demasiado grande para fracasar”. Algunos observadores señalaban en realidad la liberación por parte del FMI de un crédito para Rusia y su aprobación de un incremento adicional del préstamo en junio y julio de 1998 como prueba de la reputación de Rusia en cuanto a que se trataba de un país demasiado grande para fracasar. Pero los acontecimientos de agosto de 1998 extinguieron cualquier expectativa de que fluirían créditos adicio-

nales del FMI en la medida que fueran necesarios para mantener a Rusia a flote.

En este caso, la “noticia” no fue ninguna medida en particular de parte del FMI, sino, más bien, la toma de conciencia de la *falta* de acciones por parte del FMI que podrían haber permitido que Rusia evitara las medidas anunciadas el 17 de agosto, como así también la posterior falta de cualquier maniobra rápida del FMI para inyectar nuevo financiamiento.

En realidad, si bien los anuncios durante los dos meses previos al incumplimiento, con respecto al FMI y a Rusia, no parecían influir en los mercados de bonos, los márgenes se ampliaron drásticamente en general cerca de la fecha del anuncio del 17 de agosto por parte de Rusia. Este fue el caso especialmente durante los días inmediatamente posteriores. Por supuesto, la ampliación del margen de los bonos rusos en sí misma era responsable de parte del salto en el margen del Índice de Bonos de los Mercados Emergentes, pero la gran ampliación de los márgenes era generalizada.

Un modo de interpretar esto es llegar a la conclusión de que la falta de nuevo respaldo por parte del FMI y otras fuentes oficiales a Rusia en agosto de 1998 representó una inquietante lección para los mercados de bonos –*reduciendo* con ello el riesgo moral. Esto, a su vez, implicaría que había existido en primer lugar cierto grado de riesgo moral inducido por el FMI. Pero es posible que cierta parte de la ampliación de los márgenes de los bonos fuera de Rusia se haya debido, por lo menos en parte, al contagio (a través de diversos canales) –o a una llamada de “alarma” que este acontecimiento envió a los inversores acerca del riesgo de la deuda soberana, más que a cualquier disminución específica del riesgo moral asociado con el FMI.

¿A qué conclusión podemos llegar a partir de la revisión de estos casos? Por cierto, podemos descartar la forma más extrema de riesgo moral –por la cual los inversores creen que tienen una garantía total del FMI– incluso para los países “demasiado grandes para fracasar”. Las pruebas del alcance del riesgo moral son menos definidas. Pero una confrontación de las incidencias clave de la historia del riesgo moral con los datos no llega a producir una señal. Es notable, pero no hay ninguna prueba de que las acciones del FMI a partir de la crisis

mexicana hayan traído aparejada una nueva era de mucho mayor riesgo moral.

Al mismo tiempo, estos resultados deben ser reconocidos como preliminares. El enfoque del estudio de acontecimientos tiene obvias limitaciones por la dificultad de separar los efectos de los acontecimientos en cuestión de aquellos provenientes de otras circunstancias. Por otra parte, las noticias que podrían haber dado lugar a la percepción de que el financiamiento por parte del FMI estaba disponible más rápidamente podrían haber conducido a que los países emergentes estuvieran más dispuestos a tomar préstamos. Si este fuera el caso –y si los efectos resultantes sobre los márgenes de tasa de interés fueran inmediatos– se podría haber compensado el impacto de la mayor disposición de los acreedores a prestar, haciendo que el riesgo moral fuera difícil de detectar. Quizás esta posibilidad necesite ser explorada examinando la cantidad de financiamiento suministrado a los mercados emergentes como así también los márgenes de las tasas de interés.

¿La escala de préstamos del FMI crea un serio riesgo moral?

¿Por qué podrían los inversores no ver al FMI como garantizando sus inversiones? Esto puede deberse a cualquiera de dos razones o a ambas: pueden no estar seguros de si llegará la ayuda financiera del FMI o pueden dudar de la capacidad de tal ayuda para proteger sus posiciones. ¿Qué pasa con la *escala* del apoyo financiero del FMI? ¿Estaba el financiamiento en condiciones de cubrir una parte sustancial de sus exposiciones, suponiendo que todo este apoyo se usara para tal fin?

Al pronosticar el monto probable del apoyo futuro del FMI, los inversores privados podrían notar los límites formales del FMI sobre el acceso de un miembro a sus recursos. Estos límites están relacionados con las suscripciones de cuota (o capital) que pagan los países miembros.

Sin embargo, una mirada al historial del respaldo del FMI sugiere la posibilidad de que estos límites en sí mismos no sean suficientes para medir las expectativas. En la mayoría de

los programas respaldados por el FMI, el monto al que se accedió en realidad está muy por debajo del tope permitido. Pero, en algunos casos excepcionales –sin duda, los casos que han atraído las recientes controversias– el acceso aprobado puede superar muy bien estos límites. Y, en ciertos casos, el FMI también ha reunido paquetes de apoyo de otras fuentes oficiales, excediendo en mucho su propio financiamiento.

En la gran mayoría de Acuerdos Contingentes y Ampliados, el acceso anualizado a los recursos del FMI tiende a ser pequeño: por ejemplo, en 1997, la mayoría de los Acuerdos Contingentes tuvieron acceso en el alcance de 1/2 a 1 por ciento del PBI del miembro. Considerando relaciones típicas deuda externa/PBI, es difícil ver cómo el acceso en esta escala podría conducir a los acreedores privados a creer que el FMI garantiza sus inversiones. La misma conclusión corresponde aun cuando uno considere un acceso excepcionalmente grande a los recursos del FMI.

Otros factores limitan la garantía para los inversores suministrada por los paquetes de financiamiento respaldados por el FMI. Los números publicados se refieren a compromisos iniciales y los inversores no pueden tomar el desembolso completo de estos montos como dado: el FMI y otros apoyos oficiales son ejecutados por etapas a lo largo del tiempo y dependen de que el programa en cuestión continúe vigente. En algunos casos, el financiamiento bilateral no se ha materializado conforme fuera anunciado originalmente. De este modo, aun en casos excepcionales, el apoyo del FMI no está en una escala suficiente para garantizar totalmente a los inversores privados –y el cuadro no cambia significativamente con la inclusión de otros fondos oficiales movilizados.

Conclusiones

La argumentación de que el financiamiento del FMI crea riesgo moral no puede ser desecheda con liviandad. Desde el comienzo, este escrito reconoce que, en la medida en que los programas respaldados por el FMI tratan de contener los costos económicos totales de las crisis financieras, cierto elemento del riesgo moral –una mayor disposición de los acrece-

dores y deudores a tomar riesgos en tales crisis– es, en principio, una consecuencia inevitable. Pero la cuestión clave, más que un asunto de presencia o ausencia, es el *grado* de riesgo moral. La prueba más básica, incluso en el caso de los países que se supone son demasiado grandes como para fracasar, refuta la hipótesis más extrema –que los inversores crean que tienen una garantía plena del FMI en el supuesto de una crisis financiera.

Más allá de lo dicho, este escrito se ha basado en varios casos recientes de crisis de mercados financieros en mercados emergentes para mostrar que el papel del riesgo moral puede haber sido seriamente exagerado por algunos observadores. Esto, por supuesto, no niega la necesidad de considerar las incidencias del riesgo moral al evaluar posibles reformas al sistema financiero internacional. Incluso si el riesgo moral no es empíricamente importante, podría serlo si estos acuerdos o mecanismos de mercado fueran a cambiar. Por otra parte, los resultados no minimizan la necesidad de dar pasos sensatos para impedir que el financiamiento del FMI sirva fundamentalmente para garantizar a los acreedores privados, como los recientes esfuerzos por obtener mayor participación del sector privado al considerar las crisis financieras. Pero tales políticas no deben estar guiadas por una creencia sin fundamento de que el riesgo moral es un problema abrumador. En tanto se necesiten mayores pruebas para establecer la magnitud del riesgo moral, tales acciones deben proceder con cautela, ponderando la posibilidad del riesgo moral contra otras incidencias de la disponibilidad de financiamiento del FMI para aliviar los efectos de las crisis.

Series sobre Cuestiones Económicas

1. *Crecimiento en Asia Oriental: qué podemos y qué no podemos inferir*. Michael Sarel. 1996.
2. *¿El régimen de tipo de cambio es importante para la inflación y el crecimiento?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, y Holger Wolf. 1996
3. *Confrontando los déficits presupuestarios*. 1996.
4. *Reformas fiscales que funcionan*. C. John McDermott y Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformaciones para abrir las operaciones del mercado: economías en desarrollo y mercados emergentes*. Stepeh H. Axilrod. 1996
6. *¿Por qué preocuparse por la corrupción?* Paolo Mauro. 1997
7. *Esterilizando los ingresos de capital*. Jang-Yung Lee. 1997
8. *¿Por qué China está creciendo tan rápido?* Zulu Hu y Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protegiendo los depósitos bancarios*. Gillian G. García. 1997.
10. *Desindustrialización –sus causas e incidencias*. Robert Rowthorn y Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *¿La globalización baja los salarios y exporta trabajos?* Matthew J. Slaughter y Phillip Swagel. 1997.
12. *Caminos hacia ningún lugar: Cómo la corrupción en la inversión pública produce daños*. Vito Tanzi y Hamid Davoodi. 1998.
13. *¿Fijo o flexible? Obteniendo el tipo de cambio correcto en la década del noventa*. Francesco Caramazza y Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lecciones de la reestructuración sistémica de bancos*. Claudia Dziobek y Ceyla Pazarbasioglu. 1998.
15. *Apuntando a la inflación como marco para la política monetaria*. Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, y Sunil Sharma. 1998.
16. *¿Debería ser la equidad un objetivo de la política económica?* Departamento de Asuntos Fiscales del FMI. 1998.
17. *Liberalizando los movimientos de capital: algunas cuestiones analíticas*. Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, y Andrew Tweedie. 1999.
18. *Privatización en los países en transición: lecciones de la primera década*. Oleh Havrylyshyn y Donald McGettigan. 1999.
19. *Hedge Funds (Fondos de alto riesgo): ¿Qué sabemos realmente?* Barry Eichengreen y Donald Mathieson. 1999.

20. *Creación de empleos: ¿Por qué algunos países lo hacen mejor?* Pietro Garibaldi y Paolo Mauro. 2000.
21. *Mejorando el ejercicio del poder y combatiendo la corrupción en el Báltico y en los países de la CIS: el papel del FMI.* Thomas Wolf y Ermine Gürgen. 2000.
22. *El desafío de predecir las crisis económicas.* Andrew Berg y Catherine Pattillo. 2000.
23. *Promoviendo el crecimiento en el África sub-sahariana: aprendiendo qué funciona.* Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis, y Dhaneshwar Ghura. 2000.
24. *Dolarización plena: Los pros y los contras.* Andrew Berg y Eduardo Borenstein. 2000.
25. *Control de la polución utilizando impuestos y permisos comerciables.* John Norregaard y Valérie Reppelin-Hill. 2000.
26. *Pobreza rural en los países en desarrollo: incidencias para la política pública.* Mahinood Hasan Khan. 2001.
27. *Política impositiva para los países en desarrollo.* Vito Tanzi y Howell Zee. 2001.
28. *Riesgo moral: ¿el financiamiento del FMI alienta la imprudencia por parte de prestatarios y prestamistas?* Timothy Lane y Steven Phillips. 2002.

El rediseño de la arquitectura financiera internacional desde una perspectiva latinoamericana: ¿quién paga la factura?*

Eduardo Fernández Arias y Ricardo Hausmann

Introducción

La liberalización financiera y la integración financiera internacional no funcionaron como prometía la publicidad. En tiempos recientes, los mercados emergentes se vieron sacudidos por la conmoción financiera. El nivel de volatilidad financiera y la frecuencia de los pánicos, las crisis y el contagio han hecho que la situación actual sea socialmente costosa y políticamente decepcionante en las economías emergentes. La perspectiva de un crecimiento a largo plazo más acelerado no compensa estos nuevos dolores de cabeza. Todo esto se da especialmente en América Latina, que después de una década de fuertes reformas estructurales cayó víctima de la conmoción financiera internacional en el momento que más necesitaba las finanzas externas y sufrió inesperadamente una recesión profunda en 1998-99.

Los países industriales, y especialmente el G-7, enfrentan en cambio un problema diferente. Ellos ven con preocupación

* Este trabajo fue publicado originalmente por el departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Las opiniones e interpretaciones aquí vertidas corresponden exclusivamente a los autores y no deben atribuirse al Banco Interamericano de Desarrollo o a individuos que actúen en su nombre.

el volumen cada vez mayor de los paquetes de rescate oficiales que fueron otorgándose estos últimos años, empezando con México en 1995, por un total de casi \$ 200.000 millones. Temiendo que la estrategia actual para enfrentar la conmoción financiera en las economías financieras implique una explosión autocumplida de sus pasivos quasi-fiscales –tanto bilaterales como con las Instituciones Financieras Internacionales– los países industrializados reaccionaron con una agenda tendiente a disminuir la magnitud del apoyo oficial y obligar a los prestamistas privados a compartir la carga. A su vez, el sector privado afirma que el impulso de compartir la carga puede traer aparejado un desdén arbitrario de los contratos y reclama reglas de juego claras y justas para abordar la financiación con fines de desarrollo en el futuro.

Existe consenso en el sentido de que la arquitectura financiera internacional necesita una reforma, pero no hay claridad y coincidencia respecto de cómo arreglarla o incluso qué arreglar.

¿Qué pasa con los mercados financieros internacionales? Abundan los diagnósticos. Un panorama general indica que las opiniones pueden clasificarse en tres grupos. Primero, algunos consideran que el principal problema es el exceso de flujos de capital a los mercados emergentes, por encima de los que estas economías pueden utilizar productivamente. Segundo, para otros el problema es justo lo opuesto: los mercados financieros mundiales fallan porque no llegan a dar suficiente financiación para proyectos productivos. Y, finalmente, un último grupo considera que la volatilidad y la imposibilidad de predecir los términos y la disponibilidad de financiación para el desarrollo constituyen el principal obstáculo de los mercados financieros actuales.

Las “soluciones” no faltan. Las organizaciones multilaterales, los laboratorios de reflexión, el medio académico y las fuerzas de tareas han elaborado, están elaborando y elaborarán informes. Pero no es clara la conexión entre las soluciones propuestas y los problemas a resolver. Si el nuevo diseño arquitectónico no ataca los problemas estructurales claves y sienta nuevas bases, no será más que decoración de interiores.

Todas las opiniones sobre los problemas se complementan y contienen una parte de verdad. Las iniciativas para refor-

mar la arquitectura financiera internacional probablemente tengan un impacto diferente en las distintas distorsiones que afectan a los mercados financieros internacionales. Desde el punto de vista de las políticas, es fundamental plantear el tema de la reforma de la arquitectura financiera internacional como un mal menor, teniendo en cuenta que las reformas deberán soportar la existencia de distorsiones inevitables. Dentro del contexto de las múltiples distorsiones, la reducción de una de ellas no implica necesariamente un aumento del bienestar. Por ejemplo, el objetivo de eliminar los flujos de capital excesivos y volátiles podría lograrse trabando la integración financiera internacional de los mercados financieros, llegando a cerrar directamente los mercados en un caso extremo, pero con un costo potencialmente enorme en términos de crecimiento económico. La cuestión es: ¿cuáles son los principales problemas para manejar las compensaciones de ventajas y desventajas en este problema multifacético?

Los problemas y las soluciones involucran a tres actores principales: los países emergentes, los países industriales (el sector oficial), y los inversionistas privados con intereses en las economías emergentes (el sector privado). Lamentablemente, los costos y beneficios que implica abordar los problemas de la arquitectura financiera internacional están distribuidos de manera despareja entre los actores. Es posible que esta distribución desigual sea la base de la amplia gama de diagnósticos e iniciativas, y contribuya a explicar los alineamientos en el debate en torno del rediseño de la arquitectura financiera internacional. La necesidad de beneficios netos positivos para todos los actores, capaz de asegurar su participación voluntaria en cualquier cambio del status quo, restringe seriamente el conjunto de propuestas de reforma factibles y puede llegar a descartar nuevas disposiciones más eficaces. De hecho, nuestro propio conjunto de propuestas (véase Fernández-Arias y Hausmann, 2000a), que deriva de principios de eficiencia, puede llegar a resultar más oneroso para los países industriales que las propuestas que alientan la desvinculación oficial, propuestas que constituyen el núcleo de la nueva doctrina adelantada actualmente por el sector oficial.

Este artículo discute el rediseño de la arquitectura finan-

ciera internacional desde este lado de la “economía política”. Está inspirado principalmente en nuestro trabajo anterior (Fernández-Arias y Hausmann 2000a, 2000b). A continuación se analizan los problemas de los mercados financieros internacionales. Posteriormente evaluamos su importancia a la luz de la evidencia y debatimos para quién son cruciales. La última parte examina las soluciones que están siendo propuestas y trata la distribución de sus costos y beneficios. Siguen luego las observaciones finales.

Los problemas de los mercados financieros internacionales

Los problemas que enfrentan los mercados emergentes en los mercados financieros internacionales pueden agruparse bajo los títulos de “Demasiados”, “Demasiado escasos” y “Demasiado volátiles”, según qué característica de los flujos de capitales a los mercados emergentes se ponga de relieve.

Teorías de “Demasiados”

Las teorías de “Demasiados” suponen en general que el riesgo moral estimula el crédito excesivo.¹ Los recursos también se asignan mal porque se asignan a proyectos arriesgados sin asimilar los costos involucrados.² Alguien provee una garantía implícita para que las partes de la transacción no asimilen todos los riesgos. Se genera demasiado crédito y se corren demasiados riesgos. A la larga, se requiere la garantía y surge la crisis. Los distintos escenarios difieren en cuanto al origen de la garantía implícita.

El escenario más tradicional tiene que ver con las garan-

¹ El crédito excesivo al sector público también puede ser causado por distorsiones de la economía política, algo que posiblemente haya contribuido a la crisis de la deuda de la década de 1980. Aquí nos concentramos en el crédito al sector privado y por lo tanto suponemos que los retornos pasan el test del mercado.

² Dooley (1997) y Krugman (1998) y Corsetti, Pesenti y Roubini (1998) aportan modelos formales de esta intuición.

tías públicas del sistema bancario. La misma lógica se aplica a una corporación a la que se considera “demasiado grande para fallar”, pero los bancos siguen siendo el principal ejemplo porque desempeñan un papel fundamental en el sistema de pagos. Los gobiernos no pueden permitirse dejar que los bancos simplemente quiebren porque eso detonaría una secuencia catastrófica de insolvencias en la cual empresas por lo demás solventes y eficientes se vienen abajo cuando sus clientes son incapaces de hacer los pagos con depósitos congelados en instituciones bancarias problemáticas. Al contar con la protección ofrecida por una inevitable operación de rescate gubernamental, los banqueros pueden asumir un riesgo demasiado grande.

Una variación de la teoría del riesgo moral ve los tipos de cambio vinculados a una moneda como una garantía implícita (Mishkin 1996, Obstfeld 1998, Buiter y Sibert 1999). Esta forma de riesgo moral reduciría los incentivos para cubrir la exposición al riesgo cambiario y favorecería la deuda externa a corto plazo, que vence en el período en el cual la garantía sería más creíble.

Otra teoría de “Demasiados” sigue pautas similares, pero culpa al Fondo Monetario Internacional, a los acreedores bilaterales, a los bancos multilaterales de desarrollo de dar paquetes de rescate que protegen a los inversores o gobiernos extranjeros de las consecuencias que conlleva correr riesgos excesivos. Se considera que este tipo de riesgo moral lleva a créditos excesivos por parte de los inversionistas extranjeros que, si los retornos reales por las inversiones no se materializan, esperan ser reembolsados con recursos aportados por futuros paquetes de rescate. Si bien es cierto que los paquetes de rescate oficiales se reembolsan rápido, tal como ha ocurrido hasta el presente, y no ofrecen un subsidio directamente responsable de crear el riesgo moral, de todos modos harían posible que el gobierno ampliara una operación de rescate que indujera un riesgo moral (un habilitador de riesgo moral, según la terminología de DeLong, 1999). Esta teoría ha tenido mucha aceptación, especialmente entre los economistas (véase Sachs, 1998a, y Eichenbaum *et al*, 1999),

Teorías de “Demasiado escasos”

Pese al aumento impresionante de los flujos de capitales hacia los mercados emergentes, éstos son sorprendentemente bajos en relación con lo que cabría esperar en vista de las teorías comerciales dominantes y la forma en que están modeladas en general las economías abiertas. De hecho, los flujos de capital actuales son bajos en comparación con los observados antes de la Primera Guerra Mundial y, más recientemente, con los correspondientes a algunos países particularmente reveladores. En esta parte analizaremos las explicaciones de esta anomalía basada en los problemas de compromiso en el nivel internacional.

Conviene comenzar centrándonos en los problemas relativos a la voluntad de pagar cuando la aplicación de los contratos financieros es limitada. Los créditos no son contratos que se cumplen solos. Después de recibir un crédito, lo único que hace que los deudores quieran cumplir sus obligaciones es la coerción o la promesa de futuros créditos. Para compensar el riesgo, se establecen más cargos. Pero las tasas de interés más altas incrementan aún más los problemas de reembolso erosionando la capacidad y la disposición del prestatario para reembolsar totalmente y agravando el riesgo a través de una selección adversa dentro del grupo de prestatarios y el riesgo moral en la elección de proyectos (véase Greenwald, Stiglitz y Weiss, 1984).

Para abordar los problemas relativos a la voluntad de pagar, los créditos son protegidos a menudo por garantías y la justicia aclara los problemas que surgen durante la vigencia del contrato. Cuando se produce la falta de pago o ésta es posible, se ponen en movimiento los procedimientos de la quiebra. Estos permiten que los problemas relativos a la capacidad de pago se separen de los problemas relativos a la voluntad de pagar. También proporcionan un mecanismo para asegurar la cooperación de los distintos acreedores, eliminar la administración si los acreedores lo consideran necesario y transferir la propiedad de los activos a los acreedores.³ La au-

³ La Porta y López-de-Silanes (1998) presentan un análisis empírico de los de-

sencia de una ley de quiebras y un sistema judicial adecuado pueden tener efectos nocivos en el sistema financiero. Hacen menos creíble la coerción, agravando el problema de la voluntad de pagar. También aumenta el costo de las crisis porque se excluye la acción concertada para aportar la financiación adicional necesaria para la supervivencia de la empresa.

En las finanzas entre países, el problema de la voluntad de pagar se ve agravado seriamente por la participación de un Estado soberano. Como los soberanos no tienen por qué guiarse por los dictámenes de un tribunal extranjero, el problema puede ser serio y difícil de resolver. El riesgo soberano puede explicar por qué es tan reducido el crédito entre países. En el modelo estándar (Bulow y Rogoff, 1989) los soberanos pagan en la medida que no les convenga no hacerlo, dado el “castigo” que pueden llegar a recibir por la falta de pago. Sin embargo, el incentivo a no pagar aumenta con el volumen de deuda a pagar. Esta teoría, desarrollada originalmente para la deuda pública, puede ampliarse y aplicarse al sector privado que pide prestado bajo la “protección” del soberano, que puede suspender la convertibilidad, nacionalizar activos o interferir de otro modo en el proceso de pago si se considera que dicha acción aumenta el bienestar nacional (Fernández-Arias y Lombardo, 1998a).

Como consecuencia de ello, el riesgo soberano aumenta el riesgo global más allá del riesgo comercial tradicional y, por ende, ante la ausencia de refuerzos financieros, representa una tasa mínima para el riesgo privado. El riesgo soberano hace que los mercados impongan un techo crediticio a los países para mantener el volumen de deuda agregada por debajo del nivel susceptible de crear incentivos para el incumplimiento. Cuanto más leve es el “castigo” que el mundo puede imponer al país, más bajo es el techo crediticio. Las economías que están más integradas al mundo son “castigadas” con mayor facilidad y, por lo tanto, deberían obtener un techo crediticio más alto.

rechos del acreedor y el accionista para el amplio conjunto de países y establecen su importancia como determinantes del nivel de desarrollo de los sistemas financieros.

Otro aspecto del riesgo soberano tiene que ver con el llamado "pecado original" que afecta a casi todas las divisas de los mercados emergentes (Hausmann *et al.*, y Eichengreen y Hausmann, 1999): no pueden usarse para pedir prestado en el exterior y no pueden usarse ni siquiera internamente para pedir prestado a largo plazo. El pecado original puede deberse en parte al riesgo soberano. Si un país que importa capitales pudiera pedir prestado en su propia moneda podría mejorar su capital propio dejando depreciar la moneda.

Este estado incompleto esencial del mercado financiero tiene importantes derivaciones para la fragilidad financiera: hace que las inversiones sean financiadas en dólares o a corto plazo. Si la financiación se hace en dólares, muchos proyectos, y el país en su conjunto, tendrán una asimetría monetaria, ya que los flujos de efectivo estarán denominados en una moneda diferente de la correspondiente a la deuda. Si las empresas tratan de evitar este problema pidiendo prestado en pesos, tendrán un desajuste al vencimiento ya que en el mercado interno sólo hay disponibles créditos a corto plazo. Por ende, las asimetrías de vencimiento y divisa son endémicas en los países con pecado original.

Nótese que el riesgo soberano es un problema de compromiso. Si el soberano pudiera de alguna manera atarse las manos e imponer los pagos futuros sin engaños, independientemente de las condiciones futuras (incluido un cambio de facción gobernante), el problema desaparecería. El préstamo sería más amplio y estable. De todos modos, si bien al soberano le iría mejor si aceptara ese compromiso, es difícil encontrar la tecnología de vinculación que haga creíble la promesa una vez que el endeudamiento es alto.

Como consecuencia de ello, los mercados privados han tratado de aislarse del riesgo soberano con contratos relativamente rígidos que carecen de las cláusulas que podrían ser explotadas para justificar la falta de pago en formas legalistas. Sin embargo, un esquema como éste, adaptado exclusivamente a un problema de voluntad de pagar, puede hacer que las crisis desatadas por una disminución de la capacidad para pagar sean más difíciles de manejar y resulten más costosas. En general, los cálculos de la deuda se vuelven muy chapuceros.

Teorías de “Demasiado volátiles”

La conmoción financiera y las crisis no previstas de los últimos tiempos, descritas a menudo como pánicos de mercado, comportamiento de manada y contagio financiero, reforzaron la idea de que se trata de un nuevo fenómeno en los mercados financieros internacionales. A continuación, tratamos las crisis de liquidez y el contagio financiero, los dos factores principales que constituyen la base de la volatilidad y lo impredecible de los mercados en estos últimos tiempos.

El ejemplo tradicional de las crisis de liquidez es una corrida bancaria. Los bancos normalmente tienen una asimetría de plazos: reciben depósitos a corto plazo, incluso depósitos a la vista, y los prestan con vencimientos más prolongados. Supongamos que a todos los prestatarios les va bien. Si no hay ningún ataque, el banco marchará perfectamente. Pero si de golpe todos los depositantes quieren su dinero a la vez, el banco se hunde. De hecho, en los intentos de los bancos por cobrar los créditos demasiado rápido, aun prestatarios solventes pueden tener problemas debido a la crisis crediticia. De ahí que puedan cumplirse las expectativas: tanto el optimismo como el pesimismo pueden justificarse a posteriori.

En líneas más generales, los desequilibrios de las operaciones de capital, especialmente en presencia de altos niveles de deuda, plantean un espectro de crisis en los pagos estilo corrida bancaria si la financiación del mercado se agota, independientemente de que se desarrolle o no una verdadera crisis bancaria. Esta reacción del mercado puede basarse en una pérdida de confianza en un país particular o simplemente reflejar el contagio financiero global. De hecho, una alteración temporaria de los flujos financieros, debida, por ejemplo, a un ataque prolongado de contagio, puede causar un daño real suficiente como para generar una crisis total. Por eso, los países pueden verse sometidos a situaciones en las que la renovación de la deuda pública esté sujeta a múltiples equilibrios donde, en el caso de un mal resultado, los acreedores se nieguen a refinanciar las deudas, provocando un grave problema de liquidez a corto plazo. La consiguiente crisis crediticia puede generar una seria contracción, tasas de interés real altas, y problemas de pago en el sector empresa-

rial, deteriorando así la salud del sistema financiero y justificando el ataque.

Por otra parte, la presión sobre el tipo de cambio causada por el shock de la cuenta de capital puede llevar a una depreciación, contribuyendo aún más al deterioro de los segmentos de la economía con clara exposición a la moneda extranjera. De hecho, la sola devaluación de la moneda puede generar una crisis múltiple de equilibrio y de liquidez (véase, por ejemplo, Chang y Velasco, 1998 y Krugman, 1999). Esto sucede aun en economías saludables desde el punto de vista fiscal, independientemente del régimen de tipo de cambio y de si la moneda estaba o no sobrevaluada anteriormente.

Aparte de las crisis totales de liquidez en casos específicos, la conmoción financiera generalizada de los últimos tiempos significó una volatilidad enorme en los plazos y volúmenes de la financiación, y un acceso poco confiable a la financiación externa para la mayoría de los mercados financieros. La explicación es el llamado "contagio financiero". Las principales conexiones entre los países implícitas en el alto grado de correlación entre los precios financieros internacionales en los mercados emergentes no parecen relacionadas con las condiciones de mercado mundiales, las relaciones comerciales entre ellos u otros mecanismos tradicionales de transmisión. La conexión es, en cambio, que comparten un conjunto común de instituciones de inversión que toman decisiones de inversión conjuntas (Fernández-Arias y Rigobón, 1998). El ejemplo más notable es la caída de los precios de los bonos en América Latina luego del default ruso de agosto de 1998; Rusia es un país con el cual la región tiene muy pocos lazos económicos de cualquier tipo.

Una importante explicación que sirve de prueba es que las instituciones de inversión se vieron afectadas por grandes pérdidas en los países en crisis, por ejemplo Rusia, y pasaron a tener ineficiencias de capital para respaldar sus obligaciones (cumplir con las demandas de cobertura suplementaria) y a no ser ellas mismas dignas de crédito, lo cual las obligó a achicar su cartera y a bajar el riesgo. El resultado fue el tipo de reasignación de carteras que se observó en la práctica. Debido a la falta de liquidez de este mercado, tal vez en razón de que los compradores no especializados están menos informa-

dos que los vendedores especializados (véase Calvo, 1998), esta reasignación requiere precios de remate. El fuerte contagio en nuestra región se debería al hecho de que la mayoría de nuestros inversionistas se encuentran dentro de un campo muy limitado de instituciones que se especializan en valores no válidos para inversión. En este sentido, las regulaciones financieras de los países industriales prohíben que los inversores institucionales muy grandes tengan activos no válidos para inversión y es posible, por lo tanto, que hayan causado la segmentación ineficiente del mercado y hayan reducido drásticamente su liquidez.

Una consecuencia clave es que las diferencias de cotización de los bonos afectados por el contagio no reflejan el riesgo del país. Los precios se alinean mal pero no se aprovechan las oportunidades de arbitraje porque los inversionistas informados especializados tienen limitaciones de capital. Con el tiempo, la brecha de precios podría arbitrarse al aliviarse las limitaciones sobre los inversionistas especializados y se establecerían nuevos intermediarios financieros. Por lo tanto, la falta de liquidez derivada del contagio sería temporaria, predicción que se ajusta bien a las evidencias. En gran medida, el contagio financiero es similar a una crisis de liquidez en cámara lenta, cuyo resultado final depende de que la velocidad de recuperación sea suficiente o no para hacer arrancar la economía. Es evidente que la posibilidad de contagio financiero torna poco confiable la integración financiera.

Evaluación de los problemas

Diferentes tipos de problemas afectan a los distintos actores de diferentes formas. Por ejemplo, los problemas asociados con las teorías de “Demasiado” afectan tanto a los países emergentes, que terminan en crisis, como a los países industriales, que pueden verse obligados a correr en su auxilio. Los países industriales pueden tener que brindar ayuda financiera en forma bilateral o a través de organizaciones multilaterales como el FMI. Otros problemas de los mercados financieros internacionales, sin embargo, tienen un potencial menor para generar crisis totales que puedan afectar directamente a

los países industriales. Los problemas asociados a las teorías de “Demasiado escasos” son padecidos en su mayoría exclusivamente por los países emergentes, que no gozan de la riqueza a la que podrían recurrir si tuvieran acceso a más financiación. Asimismo, los problemas ligados a la excesiva volatilidad de los flujos, salvo en los casos extremos que terminan en crisis, también son padecidos principalmente por los países emergentes.

La evaluación de los problemas en los mercados financieros internacionales, a saber, el análisis de su relevancia relativa, es por lo tanto importante para trazar un mapa exacto de la manera en que el status quo es evaluado por los países emergentes e industriales y las consecuencias posiblemente contradictorias que pueden llegar a tener los cambios en el status quo. En principio, estas asimetrías no deberían producir desacuerdo alguno en cuanto a la evaluación objetiva de los problemas, sólo respecto de las preferencias políticas. Sin embargo, en la práctica, es más “correcto” formular las diferentes perspectivas subjetivas como evaluaciones distintas de la realidad objetiva. Esa es también una tendencia psicológica honesta. En ese caso, las discrepancias en el diagnóstico de lo que anda mal en los mercados financieros internacionales pueden interpretarse como un reflejo de las discrepancias de interés. Vayamos ahora al análisis de dichas discrepancias.

La evidencia histórica confrontada

Es bien sabido que los flujos de capital a los países en desarrollo son más reducidos de lo deseable bajo todo criterio razonable. Considerando las diferencias existentes en las relaciones capital/mano de obra, los flujos internacionales entre los países son decididamente muy bajos en relación con los flujos dentro de los países (Bayoumi y Rose 1993, Bayoumi 1997), lo cual sirve de fundamento a la fuerte correlación entre los ahorros internos y la inversión, descubierta por primera vez por Feldstein y Horioka (1980). Esta evidencia implica que las teorías del “Demasiado” no tienen en cuenta algunas de las distorsiones más importantes que se dan en el mundo. Por eso no puede suponerse que las recomendaciones relativas a las políticas que se predicán al respecto, sin referencia

a su impacto en otras importantes distorsiones, puedan mejorar la eficiencia. Al mismo tiempo, esta evidencia respalda las teorías de “Demasiado pocos” e, indirectamente, las teorías de “Demasiado volátiles”.

La magnitud de los flujos de capitales con el Patrón Oro, antes de la Primera Guerra Mundial, muestra claramente que los flujos internacionales pueden ser mucho más grandes que los actuales. Como señala De Long (1999), el récord histórico de grandes flujos durante la época del Patrón Oro puede interpretarse también como evidencia directa en contra de la visión del riesgo moral. Primero, en ese período no había un FMI ni equivalente funcional alguno que creara un riesgo moral en los países en desarrollo, y, sin embargo, los flujos eran mayores. Y segundo, las crisis financieras de entonces eran aún más frecuentes y profundas; ¡ciertamente, el FMI no es un requisito para las crisis!

Las teorías de “Demasiado” implican que los flujos de capital se orientarían a favor del tipo de flujos con más probabilidades de ser cubiertos por garantías, como señalan Eichengreen y Hausmann (1999). Primeros en la lista se ubicarían el préstamo por parte de los bancos y los préstamos públicos. Asimismo, el riesgo moral involucrado en el riesgo monetario justificaría esta desviación de los flujos hacia el corto plazo. Pero la evidencia de los bancos internacionales que informan al BIS (Bank of International Settlements) es que su crédito entre países a los países en desarrollo no muestra evidencias de estas distorsiones en relación con los países desarrollados. Además, en esta década, los actores clave fueron más los flujos de cartera que los bancos comerciales internacionales. Las pérdidas enormes que sufrieron las acciones y los accionistas y los enormes costos políticos pagados por los países en crisis hacen difícil imaginar que el riesgo moral por sí solo sea capaz de crear semejante descalabro financiero generalizado.

Por lo tanto, hay pruebas contundentes de que el riesgo moral no es la distorsión dominante en las finanzas internacionales para los países en desarrollo. Lo mismo puede decirse en el contexto de los impedimentos al desarrollo económico. Si bien el riesgo moral es una parte de la explicación de las crisis en el Este Asiático, el hecho de que esos países tengan el récord de crecimiento sostenido más exitoso de la historia

conocida constituye una prueba de contrapeso que debería hacernos reflexionar un momento. La reforma institucional radical de un sistema financiero considerada en los últimos tiempos como un modelo de desarrollo en nombre del riesgo moral resulta prematura dado el estado actual de conocimiento (véase Feldstein, 1998). En lo que a América Latina respecta, nuestra región ha hecho un avance muy significativo mejorando la supervisión y la regulación bancaria, especialmente desde la crisis del Tequila en 1995. Sin embargo, la conmoción financiera alcanzó el máximo y el acceso a los mercados mundiales de capitales estuvo cerrado durante largos tramos.

¿Qué falló en las recientes experiencias?

Para desentrañar las causas de la conmoción financiera, es importante analizar los rasgos salientes de las crisis recientes. Empezando por la crisis mexicana de 1994-95, la conmoción financiera en los países emergentes sorprendió a los analistas. Una forma gráfica de verlo aparece en Calvo y Fernández-Arias (1998). Allí, los seis países de la crisis de 1997-98 (Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Rusia y Tailandia) son comparados con los seis países más grandes de nuestra región (Argentina, Brasil, Colombia, México, Perú y Venezuela). Si clasificamos estos países en países de riesgo alto y riesgo bajo según las diferencias y calificaciones de riesgo de mercado a mediados de 1997, justo antes de las crisis, vemos que, salvo en el caso de Rusia, las crisis se produjeron en los países de bajo riesgo.

Para nosotros, la falta de pronósticos deriva en gran medida de problemas de equilibrios múltiples, más que de una incompreensión de los mecanismos de la economía. Esto significa que la existencia de un equilibrio potencialmente "malo" puede desatar un pánico financiero autoalimentado, en el cual la caída convalida el estado de pánico que lo causa. Estos problemas se parecen a las corridas y están ligados a problemas de liquidez. En algunas de las crisis recientes, los fundamentos coincidían con la capacidad requerida para pagar la carga de la deuda, pero una falta repentina de liquidez dañó severamente la economía, provocando un cambio inesperado de sentimiento. La naturaleza innecesaria de la corrida que

provocó la crisis de liquidez puede explicar la incapacidad del mercado de anticipar la crisis.

Y lo más sorprendente de todo, y esto es muy importante: el fuerte contagio financiero ligado a estas crisis infectó a países que presentaban elementos económicos fundamentales fuertes que esencialmente no mantenían conexiones económicas con los países en crisis. Es algo que se observó en América Latina durante la crisis rusa. La mayoría de los mercados emergentes del mundo han perdido gran parte de su acceso a la financiación externa, aun cuando sus economías no presentan grandes debilidades intrínsecas. La experiencia reciente con el contagio financiero pone de manifiesto la importancia que tiene atacar las distorsiones del sistema financiero internacional que están más allá de la reforma política en los países emergentes.

Por último, también tendremos en cuenta las graves limitaciones de los instrumentos políticos para detener una crisis una vez que ésta empezó, lo cual pone el acento sobre las estrategias de prevención. Una vez que estalla una crisis, la experiencia muestra que se transforma en una fusión con enormes pérdidas de producción, aunque se lancen rápidamente paquetes de rescate (véase Calvo y Fernández-Arias, 1998).

¿Qué pasa entonces?

El análisis anterior indica que en los mercados financieros internacionales se dan graves distorsiones. Se dan en el hecho de que los flujos en promedio son pequeños, en relación con la diferencia de las proporciones capital/mano de obra y las tendencias demográficas en el mundo. También se dan en su volatilidad y el co-movimiento de flujos de capital excepcionalmente altos. Sin embargo, la visión dominante en los países industriales, tal como la expresan el Informe del Consejo de Relaciones Exteriores y el comunicado de Colonia del G-7, entre otros documentos, se centra en las preocupaciones por el riesgo moral, las que pueden costarles dinero a los contribuyentes de algunos países industriales. Si bien gran parte del debate político supone que la distorsión dominante es el riesgo moral, la evidencia reiterada indica que otras distorsiones son más valederas.

Propuestas de soluciones: ganadores y perdedores

En esta parte intentamos identificar a los ganadores y perdedores de diversas propuestas para el rediseño de la arquitectura financiera internacional. Hacerlo nos obliga a: 1) establecer cuáles son los problemas de los mercados financieros internacionales que las propuestas resolverán o agravarán; y 2) evaluar las derivaciones correspondientes para cada actor según su perspectiva específica. Si todas las perspectivas fueran compatibles, todas las partes serían o ganadoras o perdedoras y categorizar las propuestas sería una cuestión puramente técnica y objetiva. De lo contrario, como sospechamos, la evaluación de las propuestas depende del punto de vista, y puede haber ganadores y perdedores que impidan el consenso. En ese caso, el acuerdo de los perdedores requeriría un mecanismo de compensación, que puede resultar difícil de encontrar.

Probablemente no sea factible cambiar el status quo de manera que satisfaga completamente a todas las partes involucradas, porque en ese caso las soluciones a los problemas de la arquitectura financiera internacional, que se debaten desde hace ya tiempo, ya se habrían acordado. La falta de consenso respecto de algunas cuestiones claves probablemente surja porque no es factible avanzar de manera uniforme en todos los frentes del problema. Más bien, como toda cuestión interesante en economía, las soluciones propuestas implican compensar diferentes problemas de los mercados financieros internacionales, que, tal como se analizó en la parte anterior, pueden generar ganadores y perdedores entre los bloques de países. Los países emergentes e industriales tienen puntos de vista marcadamente diferentes en la materia.

En cuanto a los acreedores privados, ¿cómo vive el sector privado los problemas de los mercados financieros internacionales? Para un primer enfoque, el sector privado no se ve afectado por los problemas de los mercados financieros internacionales porque la prima del riesgo de mercado incorporaría cualquier riesgo que existiera de no recuperar las inversiones. Las ganancias privadas a posteriori pueden ser positivas o negativas, y el sector privado naturalmente tiene un interés creado en las acciones que maximicen la recuperación luego

de un suceso de crisis. Pero, a menos que el sector privado se engañe sistemáticamente, suposición difícil de justificar tanto teórica como empíricamente, los problemas no tendrían consecuencias anticipadas ni a largo plazo para los retornos netos privados. Este argumento también vale para los riesgos “positivos”, como las garantías públicas que inducen riesgo moral, cuyo impacto beneficioso en los retornos privados también se vería compensado por la correspondiente reducción de la prima de riesgo competitivo.

Conviene pensar en los países emergentes como demandantes residuales, que se benefician o sufren indirectamente en razón de las consecuencias que tienen los mercados financieros internacionales en sus economías reales. Según esta interpretación, los países emergentes con oportunidades de inversiones productivas se benefician teniendo acceso a las finanzas extranjeras y padecen restricciones de acceso, y sus ineficiencias concomitantes de falta de inversión o de crisis. Estas ineficiencias corresponderían a los países emergentes.⁴ Desde el punto de vista de los países emergentes, la evaluación de los cambios del status quo debe equilibrar su impacto en el nivel de la integración financiera, y la inversión fuera de los episodios de crisis con el impacto sobre este escenario de crisis, es decir, la compensación entre dos fuentes de ineficiencia.

En principio, cabría esperar que la perspectiva de los países industriales coincida con la que refleja el interés directo de los países emergentes por razones de altruismo, y quizás de conveniencia personal. Sin embargo, la posibilidad de transferencias de los países industriales en forma de ayuda para la crisis, especialmente si se diseñan programas específicos a tal fin, inclinaría la balanza a favor de reducir el riesgo y la profundidad de la crisis. En otras palabras, puede esperarse que los países industriales acepten un nivel más bajo de integración financiera productiva como precio a pagar por cualquier tolerancia a la crisis dada. Esta diferencia de perspectiva per-

⁴ No habiendo buenas oportunidades de inversión, el acceso a las finanzas exteriores sería irrelevante, o incluso contraproducente si, en razón de las distorsiones, lleva a una inversión excesiva. Esta ineficiencia también correspondería a los países emergentes como demandantes residuales.

siste más allá de que la ayuda del país industrial para la crisis provoque riesgo moral o no. Aunque todas las partes compartieran la opinión de que el riesgo moral es sumamente relevante, hasta qué punto resulta adecuado controlarlo, quedaría sujeto a la diferencia de perspectiva. En lo que queda de esta parte analizaremos las consecuencias de esta diferencia para la evaluación subjetiva de las propuestas tendientes a rediseñar la arquitectura financiera internacional.

Hasta ahora, hemos soslayado el punto de vista del sector privado. Como se explicó anteriormente, con las primas de riesgo competitivas, la inversión y el reembolso privados pueden verse como un juego de suma cero en términos previstos y, por lo tanto, como una primera aproximación, ser desdeñados al considerar su impacto sobre los retornos privados y el bienestar del país.⁵ En la práctica, los agentes del sector privado pueden verse sujetos a distorsiones de representación, grandes costos ocultos en los países emergentes u otras distorsiones que los hagan preferir propuestas de soluciones que lleven a mercados más grandes y más estables. Puede resultar probable que estos efectos de “segundo orden” tiendan a alinear al sector privado con los países emergentes más que con los países industriales. En este artículo decidimos no analizar esta ramificación y dejar de lado el punto de vista del sector privado.

Propuestas actuales que están siendo consideradas

Nos preocupa la posibilidad de que las propuestas actuales que están siendo consideradas puedan tener un impacto negativo en el desarrollo, en razón de que casi todas ocasionan menos flujos de capital para respaldar el desarrollo en los mercados emergentes. Esta consecuencia deriva de combatir el riesgo moral o como un recurso para reducir la inestabilidad financiera. A continuación mostramos que esto ocurre en

⁵ No obstante, puede ser relevante para el bienestar sectorial, es decir, la distribución interna dentro del país. Por ejemplo, una garantía pública a favor del sector privado en un país emergente lleva a una ganancia del sector privado interno compensada por una pérdida del sector oficial interno, lo cual puede alterar la distribución sectorial.

ambas iniciativas examinadas y en las que están siendo experimentadas realmente.

Para nosotros, el problema más importante en cuanto a la forma en que se lleva a cabo el debate tendiente a reformar la arquitectura financiera internacional es su aproximación parcial, unilateral incluso, a los problemas que deben resolverse. Debemos recordar que reducir cualquier distorsión identificada (como el riesgo moral) no necesariamente constituye una buena política y que aliviar exitosamente un síntoma específico no deseado (como la volatilidad financiera) no necesariamente es la manifestación de un aumento del bienestar. Dentro del contexto de las múltiples distorsiones, es necesario evaluar las políticas dentro de un marco de males menores, teniendo en cuenta su interacción con las restantes distorsiones. Por ejemplo, el objetivo de disminuir el riesgo moral inducido por las garantías oficiales implícitas a los flujos de capital privado internacional se vería beneficiado recortando el apoyo financiero oficial a los países en apuros. Sin embargo, ese apoyo financiero sería sumamente beneficioso en el caso de una crisis de liquidez y de contagio financiero. El excesivo énfasis en el riesgo moral traería aparejadas políticas contraproducentes si prevalecen estas segundas distorsiones. Asimismo, reducir la incidencia de las crisis frenando los flujos de capital puede resultar una política contraproducente al tomar en cuenta los efectos perjudiciales de la menor integración de capitales sobre el crecimiento.

Es sumamente probable que la mayoría de nuestras reservas respecto de las iniciativas que están siendo presentadas actualmente en los foros internacionales estén ligadas a la perspectiva latinoamericana. Nuestra evaluación se funda en las pérdidas de eficiencia que se producirán si el capital externo no se vuelca a las oportunidades de inversión de alto rendimiento en América Latina. Es evidente, sin embargo, que una arquitectura eficiente impone el apoyo financiero de los países desarrollados cuando las cosas andan mal, lo cual sucederá de tanto en tanto. Desde la perspectiva alternativa de los contribuyentes de los países desarrollados, puede resultar lógico preferir reformas que limiten los riesgos financieros aun a expensas de la eficiencia. La inclinación actual a favor de las reformas que limitan los flujos de capitales

puede interpretarse mejor de esta forma antes que basándose en la eficiencia.

A continuación, nos concentramos en una serie de iniciativas centrales que están siendo consideradas activamente y que caracterizan los principales ángulos del debate. Omitimos otras iniciativas, no porque sean inútiles o sin importancia, sino porque son poco controvertidas o proponen cambios que son más decorativos que fundacionales, a saber, dan por sentadas demasiadas paredes y ventanas. Por ejemplo, no abordamos los criterios relativos a la transparencia porque los consideramos poco controvertidos pero también de impacto limitado.

Agrupamos las iniciativas analizadas en este trabajo en tres series y las examinamos por turno. Las primeras dos series de iniciativas incluyen el aporte de apoyo financiero desencadenado cuando surge una emergencia. Primero, consideramos las iniciativas relativas al aporte unilateral de apoyo financiero por parte del sector oficial. Segundo, consideramos las iniciativas en las cuales al sector privado también tiene un rol protagónico en el aporte de apoyo financiero. Por último, el tercer conjunto de iniciativas se refiere a las reformas al marco institucional financiero en el cual tienen lugar los flujos internacionales de capital hacia los mercados emergentes. Incluyen normas y regulaciones aplicables a los sistemas financieros, tanto nacionales como internacionales, así como acuerdos monetarios y de divisas en los mercados emergentes.

El apoyo financiero oficial

La principal idea que respalda las iniciativas sobre el apoyo financiero oficial se relaciona con su función de préstamo de última instancia en el nivel internacional. El argumento básico de las versiones internacionales de un prestamista de última instancia es el mismo argumento utilizado dentro del contexto interno: prometiendo de antemano aportar apoyo financiero en caso de una necesidad imprevista en la cual los elementos económicos fundamentales están bien o estarán bien, se previenen las crisis (de liquidez). De hecho, el pánico financiero racionalizado por el deterioro de los elementos económi-

cos fundamentales que generaría un retiro financiero masivo (una "corrida") no puede existir allí donde hay un compromiso de amplio apoyo susceptible de evitar dicho deterioro. (A la inversa, en el caso de insolvencia, un prestamista de última instancia también podría intervenir para facilitar la renegociación de la deuda de las entidades reorganizadas a un costo mínimo).

No obstante, las iniciativas oficiales actuales intentan disminuir el nivel de intervención oficial en relación con los volúmenes de los paquetes de rescate de los últimos años. No sólo se supone que los volúmenes serán mucho más bajos sino también, en la nueva doctrina, que las condiciones en que dicho apoyo esté disponible serán más discrecionales y menos transparentes, si se utiliza el llamado "abordaje caso por caso" y la "ambigüedad constructiva". Además, la medida del apoyo oficial estaría ligada al tratamiento comparable de los acreedores privados, limitando aún más el alcance del apoyo oficial. La razón dada para esta reducción oficial es que el apoyo unilateral amplio e incondicional financia la operación de rescate de los acreedores privados, lo cual favorece un riesgo moral sustancial que desemboca en un exceso de crédito y en crisis. Como veremos, el hecho de que ésta sea una buena razón para la reducción depende de la frecuencia de las crisis de liquidez o de solvencia.

En el caso de las crisis de liquidez, el préstamo de última instancia previene las crisis sin costo alguno y por lo tanto es beneficioso para todos. Un buen préstamo de última instancia disminuye el riesgo de default privado, pero esto no constituye una fuente de riesgo moral. Es una reducción legítima del riesgo obtenida al eliminar un factor de riesgo ineficiente, es decir, el equilibrio del pánico. No abre una brecha entre los riesgos sociales y privados. De hecho, los menores riesgos previstos originarán más flujos de capitales que se aplicarán con eficiencia. Las crisis de liquidez requieren un amplio apoyo financiero oficial unilateral e incondicional.

Las desventajas del apoyo financiero oficial generoso se asocian con los casos de insolvencia. En estos casos, el apoyo oficial unilateral es costoso y relativamente ineficaz en lo que se refiere a ayudar a la economía real, en razón de que el apoyo financiero oficial "se filtra" a los acreedores privados.

Precisamente, la anticipación de esta “filtración” lleva al riesgo moral.

En nuestra opinión, el balance de los casos de crisis justifica un préstamo más bien automático de mecanismo de préstamo de última instancia para los países admisibles. Primero, nuestro diagnóstico indica que en esta época son frecuentes las crisis de liquidez y que, por lo tanto, el riesgo de una mala aplicación de la estructura de préstamo y el riesgo moral serían proporcionalmente pequeños. Por lo tanto, prevalecerían los beneficios previstos. Segundo, existen formas de discriminar las crisis de liquidez y de solvencia para reducir el riesgo de una mala aplicación. Cuanto mejor se encuentran los elementos económicos fundamentales antes de la crisis, más probabilidades hay de que la crisis sea de liquidez. Los requisitos previos de admisión para participar del mecanismo en base a elementos económicos fundamentales sólidos desempeñarían la función de descartar los casos de insolvencia. (De hecho, el incentivo de alcanzar los niveles requeridos generaría una “seguridad moral”, lo opuesto al riesgo moral).

Un caso importante en el cual se aplican plenamente los principios antes mencionados es el contagio financiero internacional. Este caso es similar al caso de las crisis de liquidez en dimensiones claves. Primero, la experiencia reciente muestra que, como las crisis de liquidez, el contagio financiero internacional resulta frecuente en esta nueva era de finanzas internacionales, y constituye de hecho otra distorsión implícita en las teorías de “Demasiado Volátiles”. Segundo, desde el punto de vista del país, el problema básico no son los elementos económicos fundamentales débiles sino la falta de financiación, es decir, los diferenciales de riesgo distorsionados y la falta de acceso al mercado. Y tercero, puede tratarse con una solución puramente financiera: el aporte de financiación es eficiente y previene la crisis. En caso de contagio, funciona no porque elimina el equilibrio del pánico sino porque alivia la presión temporaria que distorsiona el equilibrio normal.

Los paralelos que aparecen más arriba justifican un mecanismo similar al préstamo de última instancia, pero orientado a apoyar a los países víctimas del contagio financiero inter-

nacional para contrarrestar el efecto acumulativo de la crisis crediticia y evitar una crisis total.⁶ Una vez más, el riesgo consiste en financiar a un país con elementos económicos fundamentales débiles que caerá en crisis aun cuando cese el contagio. No obstante, la posibilidad de discriminar acertadamente qué países deben ser apoyados es grande. Primero, la naturaleza generalizada del contagio hace que resulte visible cuándo los países son víctimas de este fenómeno: los efectos no sistémicos no deben atribuirse al contagio. Segundo, aun distorsionados por el contagio, los indicadores relativos del mercado entre países, a saber, los diferenciales, siguen reflejando los elementos fundamentales relativos y constituyen elementos confiables de información (véase Fernández-Arias y Rigobón, 1998). Un mecanismo oficial para el contagio debería estar dispuesto para apoyar a los países que reúna las condiciones para ser admitidos.

Nuestro diagnóstico de la relativa poca importancia del riesgo moral como causante de las crisis recientes, compartido probablemente por la mayoría en la profesión, puede ser cuestionado sobre la base de fundamentos técnicos. También es discutible la posibilidad de implementar un conjunto de requisitos previos de habilitación para no dejar que la mayoría de los casos de insolvencia se beneficie con el mecanismo. No obstante, existe una considerable posibilidad de que la reducción oficial que se proponga no esté impulsada principalmente por discrepancias técnicas en estas cuestiones sino por las implicaciones asimétricas que dicho mecanismo tiene para los países en crisis y para los países industriales. A pesar de todas las mejoras en la eficiencia que, en nuestra opinión, obtendría dicho mecanismo, en algunos casos resultará claramente un fracaso costoso. El problema es que las mejoras obtenidas en la mayoría de los casos corresponden a los países en crisis, pero las pérdidas, cuando se produce un fracaso, son pagadas por los contribuyentes de los países industriales. Esta asimetría puede explicar la reducción oficial anunciada.

⁶ Este tipo de iniciativa fue puesto en práctica bajo el nombre engañoso de financiación de emergencia, por ejemplo, el paquete de más de \$ 40.000 millones de Brasil en 1998.

La misma asimetría puede explicar la timidez de los intentos por implementar mecanismos oficiales para prevenir futuras crisis, pese al hecho de que una de las principales lecciones de las experiencias de resolución de crisis recientes es que más vale prevenir que curar.

El mecanismo de la Contingent Credit Line (CCL – Línea de Crédito Contingente) aprobada por el FMI constituye la principal innovación en el aporte de apoyo oficial. En este mecanismo, los países que siguen una política sólida y que también cumplen con una serie de normas financieras y de presentaciones de datos gozarían del apoyo financiero en forma de una línea de crédito que podría prorrogarse si cayeran víctimas del pánico o del contagio. La CCL puede considerarse una variante o un sustituto del prestamista de última instancia para los países en los cuales una buena garantía (lo cual es difícil que un soberano produzca) se reemplaza por el requerimiento de una economía saludable. Lamentablemente, un abordaje vacilante, y quizá renuente, del problema hizo que esta idea bien inspirada resultara ineficaz (véase Fernández-Arias, Gavin y Hausmann, 1998, para una propuesta inicial de CCL). Al momento de escribir este artículo, el mecanismo de la CCL incluye actualmente demasiados obstáculos como para que resulte atractivo a los países beneficiarios.

Un problema clave con la versión del mecanismo de la CCL del FMI es que, desde el punto de vista de un país, el apoyo comprometido puede ser demasiado pequeño y no seguro y su entrega puede llevar tiempo, todas cosas que pueden hacer que el mecanismo resulte ineficaz frente al pánico. La razón es que, tal como se presenta, la entrega en su mayor parte no es automática a opción del país sino que requiere una aprobación final que depende de la evaluación de la situación que haga el Fondo. Es importante establecer criterios de habilitación del país sobre la base de requisitos previos y permitir un retiro automático. La incertidumbre relativa a la efectiva protección aniquila la prevención y hace que este mecanismo resulte de alguna manera similar a la estrategia tradicional de paquete de rescate. Una vez más, las garantías adicionales relativas a la seguridad financiera del apoyo oficial conspiran contra la efectividad a la hora de prevenir las crisis.

Otro problema con el mecanismo de la CCL es que ningún

país individual quiere ser el primero en solicitarla y de alguna manera mostrar la necesidad de protección especial. Es importante implementar este mecanismo de tal forma que los países admisibles sean considerados como los más fuertes y más prudentes del rebaño y no como los que buscan ayuda potencial por alguna dudosa razón desconocida para el mercado. El hecho de que las expectativas sean positivas o negativas depende en gran medida de las reglas del juego de la habilitación. Por ejemplo, si los países tienen que presentar la solicitud individualmente y correr el riesgo de no ser aceptados en forma expeditiva, el interés tenderá a ser bajo. Si, por el contrario, el FMI presentara una lista de países admisibles y les permitiera unirse en bloque (es decir, ampliando automáticamente el privilegio del mecanismo como una cuestión lógica), es muy probable que pertenecer al club fuera considerado como un premio.

El presente análisis no estaría completo si no consideráramos el caso de las crisis de solvencia. Contrariamente a la crisis de liquidez, en este caso la solución no implica sólo el aporte de finanzas. En este caso, las reformas para fortalecer los elementos económicos fundamentales, incluida la condicionalidad, son esenciales. En ausencia de estos cambios, el apoyo financiero adicional no restablecería la confianza y pospondría las reformas necesarias profundizando la crisis inevitable, diluyendo la disciplina de mercado que, de lo contrario, se ejercería al volverse más peligrosos los elementos económicos fundamentales. De modo que resulta claro que un prestamista de última instancia no constituye la mejor respuesta y que debería aplicarse un enfoque diferente en relación con el apoyo oficial.⁷ Además, es importante considerar la participación del sector privado para llegar a un plan eficiente de apoyo financiero, ya que de lo contrario el apoyo financiero pue-

⁷ No obstante, son aplicables muchas de las lecciones derivadas de las experiencias recientes con las crisis de liquidez. En particular, sería deseable para una nueva generación de programas de apoyo financiero que se aplicaran y activaran antes del estallido de la crisis. Contrariamente a los problemas de liquidez, los problemas de solvencia fundamentales supuestamente pueden detectarse de antemano y admiten la acción temprana. De lo contrario, tendría que haber una fuerte presunción de que la liquidez es la cuestión clave.

de terminar siendo una operación de rescate de los acreedores privados con escaso beneficio para el país.

La participación del sector privado

La nueva doctrina sobre la participación del sector privado (PSI) parece presentar una participación “forzosa”, no voluntaria. La participación forzosa es indispensable en los casos en que el ajuste interno y el apoyo oficial internacional se consideren insuficientes para restablecer la confianza. En ese caso, si la confianza no se restablece, el dinero oficial resultará muy improductivo, ya que el sector privado aprovechará la oportunidad para salir del país. Pero es importante tener presente que la PSI probablemente resulte muy costosa en términos de acceso futuro al capital privado a menos que siga reglas del juego claramente concertadas de antemano. Por lo tanto, la PSI forzosa en general y la discreción oficial en particular, deberían ser minimizadas.

Cabe señalar que el número de casos que reúnen los requisitos para la PSI no es independiente de la oferta de financiación oficial. Puede requerirse la PSI forzosa si el apoyo oficial es pequeño, pero una situación semejante debería evitarse si un apoyo oficial suficiente logra restablecer la confianza. Forzar inútilmente la PSI para reducir la exposición oficial, especialmente si es discrecional y oportunista, puede llegar a ser contraproducente desde el punto de vista del desarrollo. Otra consecuencia de los principios anteriores es que la PSI no debe utilizarse como forma de enseñar una lección al sector privado con el fin de reducir el riesgo moral, porque dicha estrategia puede llegar a tener grandes costos sociales. En general, es superior el enfoque tradicional del ajuste interno y del apoyo oficial con el sector privado que vuelve sólo y no debe verse limitado por un enfoque más mezquino relacionado con la participación oficial internacional.

Como se explicó anteriormente, la diferencia de perspectivas de los países industriales y emergentes trae aparejada una preocupación oficial excesiva por el riesgo moral y una cautela también excesiva para arriesgar fondos oficiales. Dentro de este contexto, ambos prejuicios implican una dependencia poco razonable de la PSI forzosa. Nos preocupa que es-

te abordaje de la coordinación de la participación oficial y privada lleve a erosionar los mercados privados de capitales para el desarrollo.

En una crisis profunda, el país es incapaz de sostener su nivel actual de deuda y, por ende, es poco probable que el dinero oficial suplementario propiamente dicho restablezca la confianza. Aquí es posible que la reducción de la deuda forme parte de la solución. Los mecanismos para abordar esos casos están actualmente en experimentación. Incluyen la renegociación con tenedores de bonos privados como condición previa para la reprogramación del Club de París (es decir, el requisito de “tratamiento comparable” en Pakistán) o el apoyo del FMI (es decir, default de los bonos Brady en Ecuador). No obstante, la experiencia en Ecuador indica claramente los peligros de una nueva doctrina de reducción oficial y PSI forzosa.

Primero, el sector oficial internacional no debe perder de vista su función fundamental de coordinación durante las crisis. Solicitar la participación del sector privado como acción previa antes de que el sector oficial se comprometa es poner la carreta delante de los bueyes. Exige al sector privado que participe en un programa que todavía es inexistente, disminuyendo así el contenido informativo de la situación. Segundo, el plazo que impone esperar una respuesta del sector privado puede implicar un deterioro considerable de las condiciones económicas internas al caer la actividad económica, agravando los desequilibrios fiscal y financiero y socavando aún más la confianza. Por último, toda la idea de tratamiento comparativo puede ser un paradigma errado. Después de todo, durante la última “renegociación ordenada” que sufrió América Latina, es decir, el plan Brady, los roles del sector público y privado fueron muy diferentes: el primero introdujo recursos adicionales para generar mejoras que permitieron la reducción de la deuda del segundo.

Si compartir la carga de manera forzosa pasa a formar parte del “contrato implícito”, tendrá un efecto negativo en el costo del capital y la estabilidad del mercado. Un enfoque secreto caso por caso con una mala coordinación es lo peor para este abordaje de la PSI. Por otra parte, si se utiliza la PSI forzosa para otra cosa que no sean los casos extremos, corre el riesgo de convertirse en un factor desestabilizador importan-

te. De hecho, hasta ahora, si una economía se metía en apuros, la voluntad del gobierno de solicitar un acuerdo con el FMI era vista como una forma de indicar su disposición a ajustar y por lo tanto era un medio para restablecer la confianza. Con una PSI forzosa, el sector privado interpretaría ese anuncio como una razón para tratar de salir del país antes de que los obliguen a quedarse o a una reducción de la deuda, haciendo que los gobiernos estén menos dispuestos a pedir asistencia al FMI de manera oportuna.

Por el contrario, favorecemos la alternativa en la cual el apoyo oficial es amplio y la PSI se solicita sólo si es necesario, y, en ese caso, de una manera en que la carga sea compartida según reglas claras no sujetas a abuso. Este mecanismo definiría una norma de "default excusable" que aseguraría la flexibilidad necesaria. Un tribunal internacional de quiebras, por ejemplo, sería apto para esta caracterización. En ese caso, en condiciones de insolvencia, la PSI intervendría según el derecho internacional, coordinada y complementada por el apoyo oficial.⁸ La eficiencia de este mecanismo de renegociación puede generar costos previos más bajos, antes que más altos y resultar sumamente beneficiosa desde la perspectiva del país emergente. Al mismo tiempo, probablemente sea más costosa en términos de exposición oficial al riesgo financiero, y por lo tanto menos atractiva desde la perspectiva financiera de un país industrial.

Se podría formar una corte internacional de quiebras tomando como modelo la correspondiente institución interna. Esta corte autorizaría a los prestamistas internos a no reembolsar cuando el país se considera incapaz, antes que simplemente renuente, de pagar. Esta determinación frenaría la acción legal contra los prestatarios, creando así una verdadera diferencia con respecto a una acción soberana unilateral. Al transferir el poder para autorizar el no pago a una corte independiente que no tiene un problema de voluntad de pagar, este acuerdo ofrece más flexibilidad controlando a la vez el ries-

⁸ Al mismo tiempo, el país debería ajustar y reformar. En principio, el equilibrio entre el apoyo privado y el oficial dependería de lo prudentes que sean las políticas del país.

go soberano. Obviamente, el soberano podría decidir no obstante violar los fallos de la corte internacional, pero al hacerlo renunciaría a la protección contra juicios ofrecida por la corte. Más importante aún, permitiría que quienes están dispuestos pero posiblemente sean incapaces de reembolsar se comprometieran previamente a un arreglo más creíble. Puesto que sería un cuerpo independiente el encargado de declarar que el default es “excusable” sobre la base de los méritos, antes que por una decisión unilateral de un soberano, aumentaría la confianza en futuras tratativas.

Por último, también hay posibilidades de que la PSI voluntaria permita obtener sustanciales beneficios en la eficiencia si el sector oficial está dispuesto a correr más riesgos. Por ejemplo, la PSI, en un mecanismo de contagio financiero oficial internacional, también resultaría muy útil para llegar al tipo de sumas necesarias para apoyar eficazmente a los países. Es evidente que se necesitan refuerzos para que el sector privado esté dispuesto a prestar a los países durante el período de contagio. La idea es, por lo tanto, ofrecer refuerzos oficiales suficientes para lograr que el interés privado reanude el préstamo de manera de maximizar el poder multiplicador. Por ejemplo, los refuerzos oficiales pueden adoptar la forma de garantías parciales de créditos privados, de tal manera que la mezcla de riesgo sea aceptable para el préstamo privado.

Cabe señalar que el uso de refuerzos oficiales para provocar el préstamo privado es una forma de aliviar la presión del riesgo soberano que enfrentan los acreedores privados. De hecho, los prestamistas multilaterales oficiales enfrentan un riesgo soberano mucho más bajo y pueden ser capaces de aumentar su préstamo transfiriendo el riesgo más bajo a las partes privadas. La razón de su ventaja respecto del riesgo es que su política les exige suspender las operaciones en los países que entran en mora. Como son una fuente barata de crédito futuro y se comprometieron a frenar el préstamo en caso de atrasos, los soberanos reembolsan, dando a estas instituciones multilaterales su categoría de acreedor preferido. En un mundo en el cual estos mecanismos de vinculación son escasos, se han planteado dudas en cuanto a que estas instituciones estén usando adecuadamente su tecnología de compromiso. Dentro del contexto de los países que no tienen acceso a

los mercados financieros privados, es innegable que el sector oficial puede ser muy eficaz para aliviar esta distorsión. Pero una vez más, los beneficios en la eficiencia conllevan el costo de más exposición oficial a las pérdidas financieras.

Normas y regulaciones financieras

Las crisis recientes pusieron en evidencia las debilidades generalizadas en los sistemas financieros y llevaron a la elaboración de normas y regulaciones financieras para fortalecerlos. Curiosamente, el énfasis en el tipo de arreglo que es necesario hacer depende directamente de la clase de distorsiones que se considere más sustancial. Quienes creen que el riesgo moral es el principal problema ponen el acento en fortalecer la solvencia de las instituciones financieras para garantizar que no jueguen con el dinero de otros. La principal iniciativa en este campo tiene que ver con los requisitos de suficiencia del capital para los bancos en el sistema financiero y una fuerte supervisión para asegurar que se apliquen. Siguiendo estas mismas líneas, se están reformando los coeficientes de ponderación del riesgo para el préstamo bancario, asegurando que el préstamo a los países de mayor riesgo enfrente un costo regulador más elevado.

Esta agenda avanzó rápidamente en América Latina, especialmente después de las crisis del Tequila, y está en la base de la flexibilidad de los sistemas bancarios de la región para resistir las consecuencias de la reciente conmoción financiera y la profunda recesión 1998-99. De hecho, la mayoría de los países latinoamericanos tienen requisitos de suficiencia de capital por encima de las normas, y los sistemas de control de Basilea han sido completamente reformados. Si bien esto fortaleció a los bancos, no se tradujo en flujos más estables de capital internacional. Por ende, si bien estas políticas no son demasiado controvertidas en la región, no queda demasiado claro si hacen mucho por limitar la conmoción financiera internacional.

Otras iniciativas apuntan a limitar la volatilidad financiera. Una clase de iniciativas está destinada a fortalecer la liquidez del sistema bancario fijando altos requisitos de liquidez. En líneas más generales, se pone énfasis en las reservas in-

ternacionales grandes, especialmente en relación con las obligaciones a corto plazo. En la medida que las preocupaciones por la liquidez resultan frecuentes en la experiencia reciente, son lógicas las políticas que apuntan a entregar elevadas reservas y a desalentar la deuda a corto plazo. Al mismo tiempo, estas políticas tienen la desventaja de imponer un costo de capital más alto y de reducir la absorción interna de ahorros externos.

América Latina ya está haciendo mucho de lo que se recomienda. Es interesante señalar que los gobiernos latinoamericanos más prudentes descubrieron la utilidad de tener una política de liquidez en tanto que la OCDE eliminó explícitamente los requisitos de liquidez de su esquema regulador. Actualmente, los niveles de reservas internacionales relativas al M2 son alrededor de 10 veces más grandes en América Latina que en el país industrial típico. Esta diferencia radical también debe reflejar la presencia de una diferencia fundamental en la estructura económica. Mantener reservas es lógico si hay estados del mundo en los que un país no puede acceder a los mercados de capitales internacionales. Por ejemplo, siendo suficientemente líquido un país puede evitar caer en el tipo de crisis de liquidez autocumplida que se asocia a la renovación de la deuda externa. Esta es la consecuencia de distorsiones distintas del riesgo moral y es poco probable que sea abordada por las iniciativas para eliminar el riesgo moral que se están barajando.

Es importante reconocer que estos tipos de políticas prudenciales son un mal menor. Logran una estabilidad mayor obstaculizando los flujos de capital, en vez de resolver o compensar los problemas fundamentales. La preocupación es que resulten costosas en términos del desarrollo. En este sentido, los mecanismos de préstamo internacional de última instancia o un mecanismo de contagio pueden ser vistos como otra forma superior de abordar las cuestiones de liquidez ya que implican un seguro real antes que un autoseguro. El problema, naturalmente, es que estas soluciones más eficientes plantean riesgo financiero para los países industriales.

Por último, aparece la importante cuestión de cómo reformar las regulaciones financieras en los países desarrollados para prevenir problemas que puedan afectar a los mercados

emergentes. Un caso ilustrativo es el contagio financiero internacional, cuyo principal mecanismo de transmisión, cuando no el origen, radica en cómo opera la intermediación financiera hacia los mercados emergentes. En la experiencia reciente se han identificado dos problemas relacionados entre sí: primero, la posibilidad de que los intermediarios financieros vean aumentar su proporción de endeudamiento como consecuencia de las pérdidas del mercado y se vean obligados a liquidar sus posiciones; y segundo, la dependencia de los mercados emergentes de un grupo selecto de instituciones financieras especializadas, que le quita mucha liquidez al mercado de papeles. Estos problemas generan precios de liquidación por incendio en tiempos de apuro y la caída del mercado.

La principal iniciativa sobre el tapete que aborda estas preocupaciones consiste en fortalecer la regulación para desalentar el efecto de endeudamiento alto, lo que hace que el exceso de endeudamiento resulte menos probable. Lo que nos preocupa es que, como en el caso de otras iniciativas en el tapete, ésta busca la estabilidad financiera simplemente reduciendo los flujos de capitales hacia los mercados emergentes, agravando así una de las distorsiones importantes que es necesario solucionar. Esta iniciativa puede resultar beneficiosa desde la perspectiva de un país industrial en relación con su propia estabilidad financiera, pero puede resultar sumamente costosa para el desarrollo. De hecho, desde la perspectiva de un país emergente, sería preferible concentrar las reformas en otras direcciones que ofrecen mayores beneficios en la eficiencia a un costo mínimo para los contribuyentes del país industrial.

Por ejemplo, la tolerancia financiera en los centros financieros que deben activarse en caso de un shock sistémico ayudaría a diluir la sacudida repentina que causa el exceso de endeudamiento. En este sentido, la marcación del mercado hace que los mercados faltos de liquidez se vuelvan más inestables aun cuando la caída del precio de los activos no se basa en los elementos económicos fundamentales. En estas contingencias, la flexibilidad regulatoria para frenar la caída en cascada constituiría un eficaz interruptor del circuito en tiempos "pico", preferible a reducir los niveles de flujo de manera permanente. Potencialmente, más promisorio sería una pe-

queña relajación de las regulaciones que prohíben que inversores institucionales importantes compren papeles de inversión válidos. Esto puede llegar a representar un cambio radical en la estructura de los mercados emergentes, que han pasado a depender abiertamente de un pequeño grupo de inversores especializados. Esto permitiría flujos mayores y reduciría la caída durante los episodios de contagio. Lamentablemente, este beneficio en la eficiencia se da con más riesgo de las instituciones reguladas. Por pequeño que sea el costo, nuevamente es un costo para el país industrial necesario para producir beneficios en el país emergente.

Observaciones finales

La mayoría de las iniciativas actuales para reformar la arquitectura financiera internacional se guían por dos principios: a) limitar el apoyo financiero oficial para no sacar de apuros al sector privado y crear “riesgo moral”; y b) aumentar la estabilidad de los mercados financieros limitando los flujos de capitales a los mercados emergentes. Consideramos que estos principios son insatisfactorios como base de solución de los problemas de las finanzas internacionales para el desarrollo y proponemos otros alternativos. Más aún, tememos que las iniciativas actuales puedan ser contraproducentes a nivel del desarrollo cuando se tienen en cuenta sus efectos negativos en el nivel de los flujos de capitales y el crecimiento.

La nuestra es una evaluación latinoamericana de las iniciativas, y por lo tanto no es un punto de vista neutral. Para esclarecer el debate es importante reconocer que las reformas a la arquitectura financiera internacional tienen efectos asimétricos para las partes afectadas. En particular, las reformas que apoyan una mayor integración financiera y un crecimiento más rápido en la región también pueden resultar más costosas para los países industriales en términos de riesgos financieros en caso de que se produzcan alteraciones. Los principios antes mencionados minimizan los costos financieros de la cooperación internacional, lo cual puede reflejar el hecho de que a los países industriales también pue-

de resultarles costoso abrazar la integración eficiente de los mercados emergentes.

Hemos defendido la creación de nuevas instituciones para atacar los problemas de liquidez y de contagio. Expresamos nuestro apoyo a la creación de la función de corte internacional de quiebras. Nos parece valioso mejorar la regulación y la supervisión financieras, pero pensamos que la mayor rentabilidad adicional en América Latina se relaciona con el mejoramiento de las instituciones que resuelven los problemas de compromiso y manejan los riesgos de liquidez.

También nos parece que muchos de los orígenes de las crisis y los problemas de fragilidad financiera son causados por el pecado original, a saber, por el hecho de que la moneda nacional no puede usarse para pedir prestado en el exterior o incluso internamente para el crédito a largo plazo. Esto crea las asimetrías que pueden fácilmente volverse en contra ante el primer indicio de problemas. También limita la capacidad de los bancos centrales para dar respaldo técnico al mercado a menos que tengan enormes cantidades de reservas internacionales. Esto pone en tela de juicio la arquitectura monetaria del mundo.

El debate sobre la nueva arquitectura financiera se ve alimentado por la insatisfacción con el mundo tal como lo vemos. La conmoción financiera está provocando enormes costos sociales en todos los países de los mercados emergentes. El contagio agravó el problema y resulta más costoso atacarlo mediante el ejercicio de la virtud nacional. Transformó las infecciones localizadas en una enfermedad internacional que requiere una cura internacional.

No queda claro qué proporción del sufrimiento social actual es atribuible a una arquitectura financiera inadecuada. Pero es evidente que los costos de esta falta de adecuación son soportados sobre todo por los países emergentes, en tanto que las decisiones relativas a cómo cambiar las instituciones financieras y su respaldo financiero involucran inevitablemente a los países industriales. Lo que nos recuerda la observación de Ortega y Gasset en el sentido de que el dolor de los otros es mucho más fácil de soportar que el propio.

Referencias

- Bayoumi, T. 1997. *Financial Integration and Economic Activity*. Manchester, Reino Unido: Manchester University Press.
- Bayoumi, T. y Rose, A. 1993. "Ahorro interno y capital intra-nacional". *European Economic Review*. 37 (00): 1197-1202.
- Bagehot, W. 1873. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Londres, Reino Unido: William Clowes and Sons.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID). 1996. *Economic and Social Progress 1996*. Washington, DC: BID.
- . 1997. *Economic and Social Progress 1997*. Washington, DC., Estados Unidos: BID.
- . 1998. *Economic and Social Progress 1997*. Washington, DC., Estados Unidos: BID.
- Bersten, C.F. 1998. "Cómo apuntar a los tipos de cambio". *Financial Times*. (20 de noviembre).
- Bergsten, C.F. y Henning, C.R. 1996. *Global Economic Leadership and the Group of Seven*. Washington, DC, Estados Unidos: Institute for International Economics.
- Buiter, W. And Sibert, A. 1999. "UDROP: Contribución a la Nueva Arquitectura financiera internacional". Cambridge y Londres, Reino Unido: Universidad de Cambridge y Birkbeck College, Universidad de Londres. Manuscrito no publicado.
- Bulow, J. y Rogoff, K. 1989. "Deuda soberana: ¿Para perdonar u olvidar?" *American Economic Review*. 79 (1): 43-50.
- Calomiris, C. 1998. "Programas para una nueva arquitectura financiera global". Nueva York, Estados Unidos: Columbia University. Documento mimeografiado.
- Calvo, G. 1998. "Contagio y Recesión en el mercado de capitales: Explicación del virus ruso". College Park, MD. Estados Unidos: Universidad de Maryland. Documento mimeografiado.
- Calvo, G. y Fernández-Arias, E. 1998. "Las nuevas características de la crisis financiera en los mercados emergentes". Presentado en la Conferencia sobre Crisis y Contagio en los mercados financieros emergentes: The New Policy Agenda, Inter-American Development Bank, Washington, DC.
- Camdessus, M. 1998. "Hacia una agenda para la reforma internacional monetaria y financiera". Alocución ante el World Affairs Council, Filadelfia, Estados Unidos, 6 de noviembre.
- Chang, R. y Velasco, A. 1998. "La crisis de liquidez asiática". NBER Working Paper 6796. Cambridge, Estados Unidos: National Bureau of Economic Research.

Corsetti, G., Pesenti, P. y Roubini, N. 1998. "¿Tigres de papel? Evaluación preliminar de la crisis asiática". New Haven, Princeton y Nueva York, Estados Unidos: Yale University, Princeton University y New York University. Documento mimeografiado.

De Long, J.B. 1999. "Crisis financieras en 1890 y 1990: Recordamos la historia: ¿Por qué seguimos condenados a repetirla?" Berkeley, Estados Unidos: Universidad de California en Berkeley. Documento mimeografiado.

Dooley, M. 1997. "Un modelo de crisis en mercados emergentes". NBER Working Paper 6300. Cambridge, Estados Unidos: National Bureau for Economic Research.

Edwards, S. 1998. "Eliminar el FMI". *Financial Times* (13 de noviembre)

Eichenbaum, M., Burnside, C. y Rebelo, S. 1999. "¿Qué fue lo que causó la reciente crisis monetaria asiática?" en W.C. Hunter, G.G. Kaufman y T.H. Krueger, editores. *The Asian Financial Crisis: Origins, Implications and Solutions*. Boston: Kluwer Academic Publishers.

Eichengreen, B. 1999. "Hacia una nueva arquitectura financiera internacional". Washington, DC. Estados Unidos: Institute for International Economics. Documento mimeografiado.

Eichengreen, B. y Hausmann, R. 1999. "Tipos de cambio y fragilidad financiera". Trabajo presentado en la Federal Reserve Bank of Kansas City Conference, septiembre.

Eichengreen, P., Portes, R., Cornelli F. *et al.* 1995. "¿Crisis? ¿Qué crisis? Renegociaciones ordenadas para los deudores soberanos". Londres, Reino Unido: Centre for Economic Policy Research, Londres.

Feldstein, M. 1998. "Centrando nuevamente al FMI". *Foreign Affairs* 77(2): 20-33.

Feldstein, M., y C. Horioka. 1980: "Ahorros internos y flujos internacionales de capitales" *Economic Journal*. 90:314-29.

Fernández-Arias, E., y Lombardo, D. 1998a. "El exceso de crédito privado en mercados no distorsionados". Working Paper 369. Washington, DC. Estados Unidos: Banco Interamericano de Desarrollo, Departamento de Investigación.

——— 1998b. "Disciplina del mercado y crédito exterior exuberante". Trabajo presentado en el simposio, Bancos, Integración Financiera y Estabilidad macroeconómica. Segunda Conferencia Anual del Banco Central de Chile, septiembre 1998.

Fernández-Arias E., y Hausmann, R. 2000a. "Para entenderlo bien: qué reformar en los mercados financieros internacionales". Development Centre Seminar, Las Finanzas Internacionales desde el punto de vista latinoamericano. Washington, DC., Estados Unidos y París, Francia: Banco Interamericano de Desarrollo/OCDE.

——— 2000b. "¿Qué les pasa a los mercados financieros internacionales". Working Paper 429. Washington, DC., Estados Unidos: Banco Interamericano de Desarrollo, Departamento de investigaciones.

Fernández-Arias, E. 1996. "Paquetes de rescate de la balanza de pagos: ¿pueden funcionar?" Working Paper 333. Washington, DC, Estados Unidos: Banco Interamericano de Desarrollo, Departamento de Investigaciones.

Fernández-Arias E., Gavin, M., y Hausmann, R. 1998. "Prevención de crisis y contagio: las instituciones financieras internacionales". Presentado en la Conferencia del Banco Interamericano de Desarrollo sobre Crisis y contagio en los mercados financieros emergentes. The New Policy Agenda. 7 de octubre 1998.

Fernández-Arias, E., y Rigobón, R. 1998. "Contagio financiero en los mercados emergentes". Working Paper, Banco Interamericano de Desarrollo. Reeditado en E. Fernández-Arias y R. Hausmann, editores. *Wanted: World Financial Stability*. Washington, DC, Estados Unidos: Banco Interamericano de Desarrollo/Johns Hopkins University Press.

Fischer, S. 1999. "Acerca de la necesidad de un prestamista internacional de última instancia", Washington, D.C. Estados Unidos: Fondo Monetario Internacional.

Garten, J. 1998. "En este caos económico, un banco global puede ser útil". *International Herald Tribune* (25 de septiembre).

Gobierno de Francia. 1998. "Frente a la inestabilidad internacional: doce propuestas para una iniciativa europea". París: Gobierno de Francia.

Gobierno de los Estados Unidos. 1999. "Informe económico del Presidente". Washington, D.C. Gobierno de los Estados Unidos.

Greenwald, B., Stiglitz, J.E., y Weiss, A. 1984. "Imperfecciones informativas en el mercado de capitales y fluctuaciones macroeconómicas". *American Economic Review*. 74(2): 194-199.

Grupo de los Siete (G-7). 1998. "Declaración de los Ministros de Economía y los Presidentes de Bancos Centrales del G-7. Washington, DC, Estados Unidos: G-7.

Grupo de los Diez (G-10). 1996. "Resolver las crisis soberanas de liquidez". Washington, DC. Estados Unidos: G-10.

Grupo de los 22 (G-22). 1998a. "Informe del Grupo de Trabajo sobre Transparencia y Responsabilidad". Washington, DC. Estados Unidos: G-22.

——— 1998b. "Informe del Grupo de Trabajo sobre el fortalecimiento de los sistemas financieros". Washington, DC., Estados Unidos: G-22.

——— 1998c. "Informe del Grupo de Trabajo sobre las crisis financieras internacionales". Washington, DC. Estados Unidos: G-22.

Grupo de los 30 (G-30). 1997. *Global Institutions, National Supervision, and Systemic Risk*. Washington, DC, Estados Unidos: G-30.

Hausmann, R., Gavin, M., Pagés-Serra, C., y Stein, E. 1999. "Comoción financiera y la elección de un régimen de tipo de cambio". Working Paper 400. Washington, DC., Estados Unidos: Banco Interamericano de Desarrollo, Departamento de Investigaciones.

Hausmann, R. 1995. "En el camino hacia una integración mayor con el Norte". *Crecimiento Económico*: 221-254.

Jappelli, T., y M. Pagano. 1999. "Compartir información en los mercados de créditos: Evidencia externa". Research Network Working Paper R-371. Washington, DC, Estados Unidos: Banco Interamericano de Desarrollo, Departamento de Investigaciones.

Kaufman, H. 1998a. "Prevenir la próxima crisis financiera global". *Washington Post* (28 de enero): A17.

———. 1998b. "Propuesta para mejorar la estructura de la regulación y la supervisión financieras". Compendio de observaciones ante el simposio de la Brookings Institution, Limitar el riesgo moral en los rescates financieros, Junio 4, Washington, DC.

Kenen, P.B., eds. 1998. *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?* Ensayos sobre Finanzas internacionales No. 207. Princeton, NJ, Estados Unidos: Princeton University, Departamento de Economía, División de Finanzas Internacionales.

Krueger, A. 1999. Mesa redonda en la Conferencia de LACEA, octubre 1999, Santiago, Chile.

Krugman, P. 1998. "Qué pasó en Asia". Cambridge, MA, Estados Unidos: Massachusetts Institute of Technology. Trabajo no publicado.

———. 1999. Balance, el problema de diferir y las crisis financieras. Trabajo presentado en la Conferencia en Celebración del Aporte de Robert Flood del FMI, enero 1999, Washington, D.C.

La Porta, R., y López-de-Silanes, F. 1998. "Derechos del acreedor". Cambridge, MA, Estados Unidos: Harvard University. Trabajo no publicado.

Litan, R. *et al.* 1998. "Declaración de la Comisión Financiera Reguladora de la oposición sobre la Asistencia del Fondo Monetario Internacional y las crisis internacionales". Declaración No. 145. Washington, DC, Estados Unidos: Shadow Financial Regulatory Committee.

Meltzer, A. 1998. "Los problemas asiáticos y el FMI". Testimonio preparado para la Comisión Económica Conjunta, Congreso de los Estados Unidos, 24 de febrero, Washington, DC.

Mishkin, F. 1996. "Para comprender las crisis financieras: la perspectiva de un país en desarrollo". En: M. Bruno y B. Pleskovic, editores. *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996*. Washington, DC, Estados Unidos: Banco Mundial.

Naciones Unidas. 1999. *Hacia una Nueva Arquitectura Financiera Internacional*. Washington, DC, Estados Unidos: Naciones Unidas.

Obstfeld, M. 1998. "El mercado global de capitales: ¿Benefactor de la amenaza?" *Journal of Economic Perspectives*. 12(4): 9-30.

Raffer, K. 1990. "Aplicar el Capítulo 9 sobre insolvencia a las deudas internacionales: una solución económicamente eficaz con rostro humano". *World Development*. 18: 301-11.

Rodrik, D. 1998. "¿Quién necesita la liberalización de la cuenta de capital?" En: P.B. Kenen, editor. *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?* Ensayos sobre Finanzas Internacionales No. 207. Princeton, NJ, Estados Unidos. Princeton University. Departamento de Economía, División Finanzas Internacionales.

Rogoff, K. 1999. "Instituciones internacionales para reducir la inestabilidad financiera global". NBER Working Paper 7265. Cambridge, Estados Unidos: National Bureau of Economic Research.

Sachs, J. 1998a. "El FMI y la gripe asiática". *American Prospect*. 37: 16-21.

——— 1998b. "Capitalismo global: cómo hacerlo funcionar". *The Economist* (12-18 septiembre): 23-26.

Soros, G. 1997. "Evitar un colapso: la crisis de Asia exige repensar la regulación internacional". *Financial Times* (31 de diciembre): 12.

——— 1998. *The Crisis of Global Capitalism*. Nueva York: Public Affairs Press.

Stiglitz, J. 1998. "El rol de las instituciones financieras internacionales en la economía global actual". Washington, DC, Estados Unidos: World Bank Group. Documento mimeografiado.

The Economist. 1999. "Un panorama sobre las finanzas globales". (Enero 30)

Wall Street Journal. 1998a. "Rubin y la estabilidad monetaria". Editorial sin firma. Julio 1, 1998. A18.

Wall Street Journal. 1998b. "Sexo, mentiras y el FMI". Editorial sin firma. 15 de septiembre. A22.

Hacia una nueva arquitectura financiera internacional*

Informe del Grupo de Trabajo del Comité
Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales
de las Naciones Unidas

La crisis financiera internacional y la necesidad de reforma

Lo acontecido a nivel mundial desde mediados de 1997, y sus precedentes en los años ochenta y noventa, han puesto de manifiesto en forma dramática que el actual sistema financiero internacional es incapaz de proteger a la economía mundial de las intensas y frecuentes crisis financieras, cuyos efectos reales son devastadores. Las autoridades de los países desarrollados ya han respondido a la rápida difusión de la actual crisis financiera internacional que se ha extendido desde el este y sudeste asiático a las demás economías en desarrollo y en transición, e incluso al mundo industrializado, con declaraciones y decisiones en las que se reconoce que, efectivamente, se trata de la mayor amenaza de este tipo que se haya producido en más de medio siglo. Esta amenaza se ha reflejado en las sucesivas y pronunciadas revisiones a la baja de las proyecciones del crecimiento económico mundial en los últimos años.

Ante todo, la crisis es un reflejo de la tendencia de los mercados financieros a experimentar ciclos agudos de auge y co-

* Publicado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL.

lapso. En los períodos de auge financiero, prestatarios y prestamistas subestiman los riesgos de un alto nivel de endeudamiento, y la gravedad de ello sólo se aprecia luego, al producirse las caídas y pánicos. Esta volatilidad es inherente al funcionamiento de los mercados financieros. Refleja las imperfecciones de los flujos de información, así como cambios radicales en su interpretación y drásticas modificaciones en las expectativas, a medida que se recibe nueva información; estos cambios pueden ser graves, dada la incertidumbre que caracteriza las decisiones intertemporales propias de las transacciones financieras. La liberalización de los flujos financieros entre países industrializados y algunos países en desarrollo, la flotación de los tipos de cambio, las innovaciones en el ámbito financiero y en las técnicas de comunicación han contribuido en las últimas décadas a aumentar no sólo las transacciones financieras sino también la volatilidad.

La situación presente ha demostrado, asimismo, y en forma muy ostensible en esta ocasión, que las crisis financieras son contagiosas; que, en casos de pánico, los mercados no saben distinguir entre economías con fundamentos sólidos y economías débiles y, por lo tanto, tienden a transmitir las dificultades a países que se encuentran en buenas condiciones en cuanto a su estructura económica y a su gestión macroeconómica. La principal causa del contagio es que en los mercados financieros internacionales se concentran participantes que aplican los mismos criterios a todos los países. En muchos casos, la difusión de las crisis financieras se debe a inversionistas fuertemente apalancados, quienes, al haber experimentado pérdidas en un mercado, venden activos rentables en otro país para cubrir sus posiciones; algo similar pueden hacer los bancos de inversiones y los fondos mutuos, a fin de disponer de mayor liquidez para responder a posibles retiros de depósitos por parte de sus clientes.

Las economías en desarrollo y en transición han sido muy vulnerables a la volatilidad financiera y al contagio. Han sido particularmente propensas a períodos de acelerada expansión y diversificación de los flujos financieros, que suelen ser sucedidas de reversiones abruptas. La liberalización prematura y apresurada de la cuenta de capitales, la fragilidad de la estructura financiera interna, y la debilidad de la regulación y la su-

pervisión financieras, han acentuado este patrón. Los auges financieros prolongados generan fuertes presiones sobre la demanda agregada interna, y éstas llevan a la imposibilidad de mantener los equilibrios macroeconómicos durante el período inmediatamente posterior de contracción. Los auges también tienden a debilitar las estructuras financieras debido a la tendencia a subestimar la acumulación de riesgos. En tales circunstancias, el movimiento descendente que se produce puede conducir a una crisis financiera nacional, que absorbe gran parte de los escasos recursos disponibles para actividades de desarrollo, y tiene durante varios años graves consecuencias para la actividad económica y la inversión. Así, el impacto de las crisis financieras en la economía real es muy superior al que se produciría en una economía de mercado desarrollada.

Las crisis de deuda externa y las crisis financieras internas tienen a su vez un altísimo costo social. De hecho, un fuerte porcentaje del costo del ajuste ante las crisis de endeudamiento recae en los sectores pobres de la sociedad, que sólo reciben beneficios marginales de los auges financieros. Estos costos tienden a recaer en forma desproporcionada en las mujeres y los niños. Lo ocurrido en muchos países en desarrollo de varias regiones del mundo también indica que los efectos sociales de las crisis de endeudamiento siguen percibiéndose varios años después de iniciada la reestructuración y la recuperación económicas. La experiencia de América Latina a partir de los inicios de los años ochenta es muy reveladora en tal sentido. La evidencia preliminar disponible indica que algo similar está ocurriendo en las naciones del Asia oriental y sudoriental.

Por último, la reciente crisis ha puesto de manifiesto un problema fundamental de la economía global: *la enorme discrepancia que existe entre un mundo financiero internacional cada vez más sofisticado y dinámico, con rápida globalización de las carteras financieras, y la ausencia de un marco institucional capaz de regularlo*. En pocas palabras, las instituciones actuales no son las adecuadas para enfrentar la globalización financiera. Lo dicho vale para las instituciones del plano internacional, que han mostrado importantes deficiencias en cuanto a la consistencia de las políticas macroeconómicas, al manejo de la liquidez, y a la supervisión y regulación financie-

ras. Vale también para las instituciones nacionales, incluso en los países industrializados, cuando se trata de enfrentar la globalización. La deficiencia sistémica, y la consiguiente amenaza de nuevas crisis futuras, han puesto de relieve, por lo tanto, la necesidad de reformar de manera integral el sistema financiero internacional, con miras a evitar costosas crisis y a poder manejarlas mejor cuando se produzcan. De esta forma, se lograría mejorar las perspectivas económicas y sociales en todo el mundo.

La necesidad de adoptar medidas urgentes

Para impedir que se agrave la actual crisis, urge que los principales países industrializados y la comunidad internacional adopten medidas inmediatas. Hay evidencias de que la economía mundial ha venido experimentando una desaceleración muy fuerte, que puede agudizarse si no se maneja en forma adecuada. Japón atraviesa la peor recesión que ha conocido desde la guerra; gran parte de los países del Asia oriental y sudoriental están sumidos en una depresión; Rusia se encuentra en una fuerte depresión; el crecimiento de América Latina se ha paralizado, y en los mercados internacionales se observa una baja de los precios de los productos básicos y de varios productos manufacturados. Respaldamos, por lo tanto, la declaración del Grupo de los Siete sobre la necesidad de hacer frente a la amenaza de recesión mundial, la decisión de reducir las tasas de interés adoptada en los últimos meses por los bancos centrales de los Estados Unidos y los países de Europa occidental, y asimismo el importante estímulo fiscal anunciado por Japón y su decisión de hacer frente a la crisis financiera interna. Sin embargo, las autoridades de los países industrializados deben mantenerse en estado de alerta. De hecho, aún subsiste el riesgo de cambios desfavorables, y podría ser que las políticas vigentes no basten para impedir que la economía mundial caiga en una recesión. Puede ser necesario entonces que otras economías industrializadas, además de Japón, adopten políticas fiscales expansionistas. También es esencial un buen funcionamiento de las normas de apertura comercial del sistema internacional, a fin de que las econo-

mías en proceso de ajuste puedan reducir su déficit comercial o acumular un superávit con las economías industrializadas más vigorosas.

Con pleno respaldo de la comunidad internacional, el Fondo Monetario Internacional debe crear fondos de contingencia para asistir a los países actualmente afectados o contagiados por la crisis, y también a los que puedan convertirse en el futuro en víctimas de las crisis financieras mundiales. Entre estos últimos podrían estar los países indirectamente afectados por las crisis a través del comercio y los precios de los productos básicos, en particular los países africanos y asiáticos de bajos ingresos. Por esto, acogemos con beneplácito tanto la declaración como las recientes medidas del Grupo de los Siete orientadas a garantizar un adecuado financiamiento de contingencia, completando la suscripción del aumento de las cuotas del Fondo Monetario Internacional y los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos, así como el compromiso de complementar los recursos del Fondo en caso necesario. Además, como se indica más adelante, es fundamental que este nuevo tipo de financiamiento de contingencia, que debe hacerse efectivo *antes* de que se agoten las reservas internacionales, se torne en un componente estable del nuevo orden financiero internacional y que se garantice la disponibilidad inmediata de fondos cuando se requieran. Evidentemente, los países en desarrollo y en transición deben estar dispuestos a adoptar las políticas necesarias de ajuste, tal como en general lo han venido haciendo durante la crisis reciente. En los paquetes de rescate y, en general, en las políticas de ajuste se debe otorgar particular énfasis a la distribución equitativa y progresiva de los costos del ajuste. El diseño de redes de protección social equitativas en términos de género es especialmente necesario para garantizar que éstos no recaigan en forma desproporcionada en los pobres y en las mujeres.

La reforma de la arquitectura financiera internacional

A más largo plazo, hay que realizar reformas profundas de la arquitectura financiera internacional. El sistema financiero internacional es un conjunto orgánico, que exige la aplicación

de un enfoque integral. Por consiguiente, la reforma debe comprender un conjunto de elementos interrelacionados relativos al manejo de la liquidez internacional, a la consistencia global de las políticas macroeconómicas y a las regulaciones financieras, todo lo cual sienta las bases para prevenir y manejar las crisis financieras; asimismo, debe extenderse al financiamiento para el desarrollo y a la solución de los problemas de endeudamiento externo aún pendientes. En el presente informe se analizan temas monetarios y financieros que corresponden al primer grupo, aunque también se ofrecen sugerencias sobre temas conexos y más amplios.

En lo que respecta al primer grupo de temas, cabe insistir en que el sistema actual no cuenta con los medios necesarios para evitar crisis financieras, y tiene una limitada capacidad para hacerles frente. Es urgente abordar reformas en seis esferas fundamentales:

- Mayor consistencia de las políticas macroeconómicas a nivel global;
- Reformas del Fondo Monetario Internacional, con miras a proporcionar liquidez internacional adecuada en épocas de crisis;
- Adopción de códigos de conducta, mejores flujos de información, y fortalecimiento de la supervisión y la regulación financieras a nivel nacional e internacional;
- Mantenimiento de la autonomía de las economías en desarrollo y en transición en el manejo de la cuenta de capitales;
- Incorporación de disposiciones relativas a la suspensión, con anuencia internacional, del servicio de la deuda externa (*standstill*);
- Diseño de una red de organizaciones regionales y subregionales que apoyen el manejo monetario y financiero internacional.

Es importante hacer hincapié en que estas reformas están interrelacionadas. De hecho, queda en claro que concentrarse en sólo algunas de ellas, o en una sola, no conduciría a un sistema mundial equilibrado, ni en términos de capacidad de evitar o manejar las crisis ni en términos de una par-

ticipación equitativa de todos los miembros de la comunidad internacional.

Cabe insistir en que cualquier reforma al sistema financiero internacional debe ser ampliamente discutida por todos los países, y debe tener una agenda claramente definida, que incluya todos los temas esenciales. El proceso debe asegurar la debida representación de los intereses de todos los grupos de economías en desarrollo y en transición, incluso de los países pobres y pequeños. Las Naciones Unidas, como foro universal y como el foro internacional más democrático que existe, debe tener una importante participación en estos debates y en el diseño del nuevo sistema.

Mayor consistencia de las políticas macroeconómicas a nivel global

La crisis ha puesto en evidencia la necesidad de reforzar la coherencia de las políticas macroeconómicas de los países industrializados, con el objeto de evitar los sesgos inflacionarios y deflacionarios a nivel global. El diseño de instituciones y políticas internacionales debe incluir, en primer término, incentivos efectivos para que las autoridades nacionales del mundo industrializado mantengan sus economías en un punto cercano al pleno empleo, evitando al mismo tiempo la inflación. Los efectos serán favorables no sólo para esas economías sino también para el mundo en general. Cabe insistir en que el principal objetivo de la consistencia en este plano debe ser la coherencia global de una serie de políticas nacionales interrelacionadas, y no la adopción de decisiones idénticas, dado que las presiones inflacionarias o deflacionarias no serán necesariamente las mismas en un momento dado en los distintos países. Para lograr este objetivo, se hace necesaria una supervisión más eficaz de las políticas nacionales por parte del FMI y las instituciones regionales y subregionales. Ésta debería ser amplia en sus objetivos y tener carácter preventivo; le correspondería advertir casos de posible desempleo o de desaceleración del crecimiento, como también de presiones inflacionarias reflejadas en la evolución de los precios internos de bienes, servicios y activos, o en el deterioro de los equilibrios externos.

Debe discutirse cuál es la institución o el conjunto de instituciones más adecuadas para garantizar tal consistencia. Se ha propuesto tanto dar mayores atribuciones en materia de política al Comité Provisional del FMI como ampliar el Grupo de los Siete, integrando representantes de países en desarrollo y en transición. También cabe discutir la naturaleza de las relaciones de poder que sirven de fundamento a estos órganos. Por ello, las propuestas indicadas deben considerarse en el marco de la necesidad de fortalecer el Consejo Económico y Social, tal como lo señala el informe del Secretario General titulado "Renovación de las Naciones Unidas: un programa de reforma", con miras a que este Consejo pueda ejercer un liderazgo político y fomentar un amplio consenso en asuntos económicos internacionales. El mandato necesariamente más amplio de este Consejo debería luego compatibilizarse con los del órgano encargado específicamente de velar por la consistencia de las políticas macroeconómicas. Como se señala más adelante, un conjunto de instituciones regionales, entre cuyos objetivos estén la coordinación y la supervisión macroeconómicas, tendría también la ventaja de contribuir a un orden mundial más equilibrado.

Las políticas macroeconómicas, entre ellas las decisiones de los bancos centrales, deberían estar sujetas a un escrutinio público, a fin de garantizar un adecuado equilibrio entre sus múltiples objetivos (sobre todo los relativos al empleo y el crecimiento, por una parte, y a la inflación y la balanza de pagos, por otra). Por las mismas razones, el FMI también debería someterse a similar escrutinio público, con evaluaciones independientes capaces de llevar a un mejoramiento pragmático de las políticas y a una clara rendición de cuentas.

Provisión de adecuada liquidez internacional en épocas de crisis

El manejo de la liquidez internacional es muy importante para evitar y prevenir el contagio de las crisis financieras, y para reducir sus efectos económicos desfavorables. La creación de un auténtico "prestamista internacional de última instancia" (es decir, de un banco central mundial), podría facilitar el

logro de estos objetivos, pero aún no están dadas las condiciones para una reforma tan drástica de la actual estructura institucional. Los países no están dispuestos actualmente a aceptar la menor autonomía económica y la mayor intervención en sus políticas internas a que ello conduciría. Aun así, se puede hacer mucho para mejorar el funcionamiento del FMI con miras a orientarlo efectivamente en esa dirección. Hoy en día, el Fondo no cuenta con recursos adecuados; se desempeña más como organizador de operaciones de rescate que como proveedor de fondos; no siempre ajusta en forma apropiada las condiciones impuestas para el uso de sus fondos a los problemas que afectan a los países, y dispone de una capacidad muy limitada para evitar los efectos de contagio.

No obstante, el Fondo Monetario podría adoptar medidas para moderar la propagación de las crisis financieras. En primer lugar, en aquellos casos en que el contagio se debe a la contracción de la demanda de productos de exportación y la baja de sus precios, tiene facultades para otorgar préstamos con baja condicionalidad, a través del Servicio de Financiamiento Compensatorio y para Contingencias. Este servicio debería utilizarse más activamente y disponer de recursos en una proporción mayor de las cuotas de los países. No obstante, es previsible que en períodos de crisis la mayor parte de la demanda que reciba el Fondo provenga de países con problemas en la cuenta de capitales. Por consiguiente, los nuevos mecanismos de financiamiento de contingencia deberían sentar las bases para un servicio estable, con baja condicionalidad, a disposición de los países afectados por el contagio. Deberían definirse de antemano los requisitos para optar a él, y verificar si los países solicitantes los cumplen en el marco de las consultas previstas en el artículo IV del Convenio Constitutivo del Fondo. En caso de cumplirlos, éstos recibirían fondos con baja condicionalidad, aunque a tasas de interés más altas y a plazos más cortos que los de los préstamos tradicionales del FMI. Entre los criterios considerados podrían incluirse una serie de indicadores, tales como los de déficit en cuenta corriente, evolución del tipo de cambio, relación entre deudas a corto plazo y reservas, y relación entre entradas de capitales a corto plazo y de cartera, por una parte, y las exportaciones o el PIB, por otra.

Para que el Fondo esté en condiciones de dar una mayor estabilidad al sistema financiero internacional, habría que incrementar su dotación de recursos. En este contexto, cabe considerar tres posibilidades. La primera es la definición de mecanismos eficaces y rápidos que amplíen su acceso a fondos oficiales en épocas de crisis. En segundo término, se le podría autorizar a captar recursos directamente en los mercados financieros en tales circunstancias. En tercer lugar, y ésta es posiblemente la alternativa más importante, cuando varios miembros del Fondo se vean afectados por problemas financieros se podría recurrir a derechos especiales de giro. Los derechos así creados se eliminarían a medida que se cancelaran los préstamos. Estos mecanismos facilitarían el aumento de la liquidez en situaciones de crisis, prescindiendo de las difíciles negociaciones sobre alza de las cuotas o facilidades crediticias. Además, los acuerdos para la obtención de préstamos vigentes tienen la desventaja de aplicarse exclusivamente en casos de amenaza sistémica y previa aprobación de los proveedores de recursos, lo que retarda la provisión de dinero al Fondo y a los países que se encuentran en dificultades. De hecho, el uso anticíclico de los derechos especiales de giro para hacer frente a ciclos financieros debería formar parte de un proceso más amplio destinado a incentivar el empleo de éstos como una divisa internacional adecuada en un mundo globalizado.

La condicionalidad del Fondo Monetario es legítima cuando se trata de préstamos a países con problemas de balanza de pagos derivados de la aplicación de políticas macroeconómicas inadecuadas; también lo es en el caso de fondos que superan el volumen previsto en las ya mencionadas facilidades automáticas con baja condicionalidad, en caso que un país se vea afectado por una crisis de origen externo en la cuenta corriente o de capitales. Sin embargo, el FMI debería limitar su condicionalidad a los factores macroeconómicos considerados como criterios básicos para el acceso a sus recursos en el pasado. Cuando se consideren inadecuadas la regulación y la supervisión financiera internas, también se podría recomendar –o exigir– la suscripción de un acuerdo paralelo con las autoridades internacionales pertinentes (véase la sección 6). No cabría extender la condicionalidad a áreas

relacionadas con las estrategias e instituciones de desarrollo económico y social que, por su misma naturaleza, deben ser determinadas por las autoridades nacionales legítimas, sobre la base de un amplio consenso social. De hecho, en casos de crisis, la imposición de cambios estructurales e institucionales ajenos a la situación nacional o al consenso nacional puede crear inestabilidad –económica y política, nacional e internacional. Asimismo, tiende a debilitar el consenso internacional en que se sustenta la propia existencia del Fondo Monetario. La condicionalidad no debería aplicarse a áreas de competencia de otros acuerdos e instituciones internacionales, como la Organización Mundial del Comercio. En vista de que el FMI no cuenta con un mandato relativo a la convertibilidad de la cuenta de capitales (y, como se explica más adelante, no debería tenerlo en el futuro en lo que respecta a las economías en desarrollo y en transición), dicha convertibilidad no debería considerarse tampoco requisito para el acceso a los recursos del Fondo.

Asimismo, la condicionalidad no debería utilizarse para obligar a un país a adoptar un determinado régimen cambiario. En las últimas décadas, las experiencias de los países industrializados y también de los países en desarrollo y en transición indican que el actual sistema mundial da cabida a una amplia gama de regímenes, desde cajas de conversión hasta la absoluta flexibilidad cambiaria, incluidos regímenes intermedios como la paridad móvil (minidevaluaciones), las bandas cambiarias y la flotación regulada. Debe quedar muy en claro para las autoridades nacionales, sin embargo, que debe existir consistencia entre el régimen cambiario que adopten y las políticas fiscal y monetaria, que varían según cuál sea el régimen elegido, y que también puede ser necesario introducir medidas complementarias. Así, los regímenes de tipo de cambio fijo exigen mayor disponibilidad de reservas internacionales, en tanto que los regímenes intermedios suelen exigir una intervención más activa en el manejo de la cuenta de capitales. Al parecer, entonces, el pragmatismo es el enfoque más adecuado en este campo.

Por último, para evitar sobreajustes, el Fondo Monetario debería generalizar prácticas para reducir en forma automática el grado de restricción del ajuste acordado con un país

prestatario, en aquellos casos en que la contracción de la actividad económica supere claramente las previsiones originales del respectivo programa.

Adopción de códigos de conducta, mejores flujos de información, y fortalecimiento de la supervisión y la regulación financieras

En el debate actual existe consenso con respecto a la necesidad de adoptar códigos internacionales de conducta en materia fiscal, monetaria y financiera, principios adecuados de manejo corporativo, estándares contables más estrictos, mayor disponibilidad y transparencia de la información sobre políticas y datos económicos y financieros, y mejor supervisión y regulación financieras. En esto deben incluirse normas internacionales que permitan combatir el lavado de dinero y activos, así como la corrupción y la evasión tributaria. Estas iniciativas deben ser consistentes con lo dispuesto en los principales instrumentos internacionales de derechos humanos adoptados por las Naciones Unidas, en especial el Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales.

Estos acuerdos, tanto existentes como proyectados, forman parte de un esfuerzo encomiable, destinado a dotar de mayor transparencia a las políticas públicas en todo el mundo. También desempeñan un papel esencial en el manejo de riesgos y la prevención de crisis. Por lo tanto, acogemos con satisfacción las iniciativas del Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, el Banco de Pagos Internacionales, la Organización Internacional de Comisiones de Valores y otras instituciones relevantes en estas áreas.

El papel central que juegan la regulación y supervisión financieras en el manejo de riesgos y la prevención de crisis debe ser destacado. El desarrollo de mecanismos de regulación y supervisión que respondan más adecuadamente a los mercados globalizados de capital y créditos privados que existen hoy en día, son por ello un componente fundamental de la nueva arquitectura financiera internacional. Estos mecanismos deben ser de carácter global, en el sentido de incluir a to-

dos los países (sobre todo los países de origen de los recursos), como también a las instituciones y los mercados financieros, para así evitar las lagunas y las asimetrías en materia de regulación. No obstante, debe prestarse debida atención a las distintas estructuras y tradiciones nacionales en el ámbito de la regulación y la supervisión financieras.

La formulación de normas mínimas sobre regulación y supervisión financieras debe complementarse con una regulación de carácter global. En este ámbito, cabe destacar la importante recomendación de crear una autoridad financiera mundial, o un comité permanente de regulación financiera mundial, que reciba el mandato de formular las normas internacionales necesarias sobre regulación y supervisión financieras, y de supervisar su adopción a nivel nacional. Una institución de esa naturaleza podría surgir sobre la base de otras ya existentes, como el Banco de Pagos Internacionales y la Organización Internacional de Comisiones de Valores. La aplicación de esta propuesta requeriría ampliar estas organizaciones a la participación de un número mucho mayor de países. Otras alternativas posibles se basarían en el fortalecimiento de las instituciones existentes, que se abrirían a nuevos países; en la fiscalización por parte de los pares, y en la creación de nuevas organizaciones regionales y subregionales.

Las normas prudenciales mínimas no deben abarcar sólo a las transacciones bancarias sino también, debido al progresivo debilitamiento de la tradicional compartimentalización de las actividades de la industria financiera, a los nuevos actores que participan en los mercados financieros, incluidos los fondos de cobertura y los fondos mutuos. Los Principios Básicos para una Efectiva Supervisión Bancaria, del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, relativos a las operaciones bancarias internacionales y la supervisión consolidada, tendrían que formularse en detalle y convertirse urgentemente en una norma de aplicación uniforme en todos los países que participan en transacciones financieras transfronterizas. Con ello se contribuiría en gran medida a impedir los riesgos sistémicos a nivel internacional y a controlar diversos riesgos en el plano nacional. Asimismo, en un proceso de reforma de mayor alcance, también se debería prestar consideración a normas para evitar prácticas restrictivas y para fortalecer la integri-

dad de los mercados en el plano nacional, así como la liquidación y el pago seguros del creciente volumen de transacciones internacionales.

En el caso de los países industrializados, apoyamos la declaración del Grupo de los Siete del 30 de octubre de 1998, relativa a la necesidad de examinar “las consecuencias de las operaciones de las organizaciones financieras internacionales fuertemente apalancadas, incluidos los fondos de cobertura y las instituciones extraterritoriales (*off shore*)”, como también la necesidad “de fomentar el cumplimiento de las normas acordadas a nivel internacional por parte de los centros extraterritoriales”. En los países en desarrollo y en transición, la aplicación de los Principios Básicos debería ser complementada por un significativo esfuerzo para mejorar la regulación y supervisión internas de los bancos y otros intermediarios financieros. En términos más amplios, los riesgos implícitos en la expansión del crédito, la compatibilización de activos y pasivos tanto en cuanto a sus monedas de denominación como en su estructura de plazos, y la valoración de los activos inmobiliarios dados como garantía durante episodios de inflación de los precios de éstos, exigen minuciosas definiciones que concuerden con los Principios Básicos.

Los cambios en las variables macroeconómicas fundamentales –sobre todo las tasas de interés y los tipos de cambio– influyen notablemente en la estabilidad de los bancos, especialmente en los países en desarrollo y en transición, donde pueden fluctuar muchísimo; el carácter impredecible de estas variables debe tomarse en cuenta al formular normas de regulación y supervisión prudenciales. En particular, señala la necesidad de imponer requisitos más estrictos de capitalización en esos países, los que deben aumentar en períodos de euforia financiera, tomando en cuenta los mayores riesgos financieros en que están incurriendo los intermediarios. Dadas las graves externalidades macroeconómicas que acarrea la exposición al riesgo sin cobertura por parte de las empresas no financieras, cabe también sostener que las autoridades de las economías en desarrollo y en transición deben vigilar los balances de éstas e imponerles límites o exigencias similares.

Las entidades de clasificación de riesgos son las principales instituciones privadas responsables de proporcionar infor-

mación a los inversionistas. Su desempeño durante la crisis reciente dista de ser satisfactorio. La inclusión de elementos “subjetivos” en su evaluación de los riesgos soberanos ha dado origen a un patrón procíclico de evaluación del riesgo, que tiende primero a fomentar inversiones excesivas en las economías en desarrollo y en transición y, luego, un masivo y abrupto retiro de capitales. De este modo, en lugar de atenuar los ciclos financieros –que es el efecto deseable de un buen sistema de información en los mercados– han tendido a intensificarlos. Por consiguiente, la clasificación del riesgo soberano debería someterse a parámetros estrictos y objetivos, de público conocimiento.

La transparencia de la información y el perfeccionamiento de la regulación y la supervisión son evidentemente importantes; sin embargo, no son en modo alguno infalibles como instrumentos de prevención de las crisis financieras, por cuanto también pueden verse afectados por factores macroeconómicos y de otra índole. Además, las prácticas de regulación y supervisión suelen quedar desfasadas en un mundo de constantes innovaciones financieras, y pueden a su vez inducir innovaciones. Tampoco cabe subestimar los problemas de información que enfrentan las entidades supervisoras. Por lo tanto, en todo marco regulatorio habría que otorgar particular importancia a los controles *internos* de los bancos y otros intermediarios financieros, así como a sus propios sistemas de manejo de los riesgos.

Es indudable que el principio de transparencia de la información también debería aplicarse a las instituciones internacionales, aunque evidentemente no deben ponerse en un mismo plano la información que éstas generan y sus *opiniones* sobre las políticas de los países.

Mantenimiento de la autonomía de las economías en desarrollo y en transición en el manejo de la cuenta de capitales

En los últimos años algunos de los principales países industrializados han abogado en varios foros –entre ellos la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, la Organiza-

ción Mundial del Comercio y el Fondo Monetario Internacional- por una liberalización generalizada de la cuenta de capitales. Esta idea contrasta con la evolución histórica de la mayoría de esos mismos países, que incluye extensos períodos de control de capitales y una liberalización muy gradual de dicha cuenta en las últimas décadas. Además, la actual crisis financiera ha demostrado claramente que una liberalización abrupta o prematura de la cuenta de capitales es inadecuada en el caso de economías en desarrollo o en transición, hecho que ahora se reconoce ampliamente. La existencia de sistemas financieros sólidos, así como de sistemas de regulación y supervisión fuertes, en el plano nacional, es un elemento fundamental para asegurar una adecuada liberalización. Sin embargo, aun cuando esto es cierto, es difícil para las economías en desarrollo y en transición que liberalizan la cuenta de capitales adaptarse a las condiciones creadas por flujos internacionales volátiles, que de hecho pueden debilitar o destruir dichos fundamentos. Los ciclos de auge y colapso suelen vincularse a flujos de capital de cartera y de corto plazo, por lo que no sólo la magnitud de los flujos sino también su *composición* contribuyen a crear vulnerabilidad externa.

En estas circunstancias, las economías en desarrollo y en transición deben conservar el derecho a desincentivar o controlar la entrada de capitales, sobre todo en períodos de gran afluencia, y de hacer otro tanto con respecto a la salida de capitales en casos de crisis graves. La adopción de una actitud flexible en este ámbito es evidentemente preferible a la convertibilidad obligatoria de la cuenta de capitales, por lo que convendría analizar las mejores prácticas aplicadas en estas áreas, a fin de reproducirlas cuando sea necesario. Entre ellas podrían estar la imposición de encajes a las entradas de capitales de corto plazo, de diversos impuestos para desincentivarlas, y de requisitos sobre plazos mínimos o liquidez a los bancos de inversión y los fondos mutuos interesados en invertir en un país. Podrían incluirse también, en forma complementaria, regulaciones prudenciales a las instituciones financieras nacionales, tales como encajes o requisitos de liquidez más elevados a los depósitos a corto plazo en el sistema financiero, que se manejen en forma anticíclica, y límites al precio de los activos empleados que se pueden utilizar co-

mo garantía en periodos de expansión económica. Los mecanismos orientados a garantizar una adecuada estructura de plazos del endeudamiento externo (e incluso interno) del sector público también son complementos fundamentales. Mientras los mercados financieros sigan siendo volátiles y la estructura económica interna débil, todos estos instrumentos no deben considerarse temporales sino *permanentes*. Al mismo tiempo, deben emprenderse paralelamente reformas para desarrollar los segmentos de largo plazo de los mercados internos de capitales.

Por consiguiente, el mantenimiento de la autonomía de las economías en desarrollo y en transición para manejar la cuenta de capitales debe formar parte del actual debate sobre la ampliación del mandato del Fondo Monetario para incluir la convertibilidad de la cuenta de capitales; también debe tomarse en cuenta en los posibles debates futuros sobre los acuerdos multilaterales de inversión, incluyendo aquél que se está negociando en el marco de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos. Debe dejarse en claro que toda liberalización ambiciosa de la cuenta de capitales de las economías en desarrollo y en transición exigiría reformas igualmente ambiciosas en otras áreas de la arquitectura financiera internacional, especialmente la creación de un auténtico y eficaz “prestamista de última instancia”, tema que, como ya se ha dicho, no figura entre las prioridades de la agenda actual.

Incorporación de disposiciones relativas a la suspensión, con anuencia internacional, del servicio de la deuda externa (*standstill*)

La suspensión, con anuencia internacional, del servicio de la deuda externa (*standstill*), es una buena alternativa a la fuga desordenada de capitales, cuando un país comienza a mostrar síntomas de grave iliquidez internacional. La fuga de capitales no sólo es negativa para los países deudores, sino también para la mayoría de los acreedores. A través de una depreciación caótica del tipo de cambio y el alza de las tasas de interés, la fuga de capitales agrava la situación de las empresas y los bancos nacionales, acentuando las posibilidades de

transformar un problema de iliquidez en un problema de insolvencia. En el plano interno, aumenta el costo económico y social del ajuste. A nivel externo, disminuye la posibilidad de pago al conjunto de los acreedores. Además, las operaciones de rescate provocan graves problemas de riesgo moral y de distribución inequitativa del ajuste. Las garantías gubernamentales, a las que los prestamistas internacionales suelen recurrir en la renegociación de las obligaciones externas de deudores privados, acentúan el riesgo moral (*moral hazard*) y los problemas de equidad. De hecho, implican que gran parte del costo del ajuste recaiga sobre los sectores pobres de la sociedad, que, sin haberse visto beneficiados por la afluencia de capitales, sufren los efectos del recorte del gasto social.

Una posible solución a estos problemas sería permitir suspender el servicio de las obligaciones externas y la convertibilidad de la cuenta de capitales, y reunir luego a prestatarios y prestamistas para reprogramar la deuda, así como para prestar asistencia financiera para apoyar un funcionamiento más apropiado de la economía. Mediante estas operaciones que garantizan la cooperación de los acreedores (*bailing-in*), los agentes nacionales quedan en mejor posición para superar las dificultades. Si la crisis financiera es doble –es decir, si a la iliquidez internacional se suma la insolvencia bancaria–, los acreedores se encontrarían también en mejor posición para recuperar una mayor proporción del valor de sus activos. Los costos del ajuste pueden asimismo distribuirse en forma más equitativa. El marco legal para el establecimiento de esta suspensión, con anuencia internacional, del servicio de la deuda puede encontrarse en las disposiciones del artículo VIII del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario. Para evitar problemas de riesgo moral de los prestatarios sería conveniente que la sanción internacional de tales suspensiones fuera realizada por el propio FMI. En tal caso, podría combinarse con la concesión de préstamos, por parte del Fondo, independientemente de retrasos en el servicio de la deuda, lo que proporcionaría la liquidez necesaria para mantener en funcionamiento la economía durante el período de renegociación de la deuda. Otra alternativa posible es la declaración unilateral de la suspensión del servicio de la deuda por parte del país deudor, que luego se sometería a la consideración de un panel in-

dependiente para su aprobación dentro de un plazo fijo, lo que le otorgaría legitimidad. En el ámbito de las finanzas internacionales, esto sería el equivalente a las disposiciones de salvaguardia en el área del comercio.

Para asegurar el adecuado funcionamiento de este mecanismo se deben cumplir dos normas fundamentales. En primer término, se requeriría un acuerdo internacional para incluir "cláusulas de acción colectivas" en los préstamos internacionales. Acogemos, por lo tanto, con beneplácito el respaldo del Grupo de los Siete a la adopción de cláusulas de esa naturaleza, que son elementos esenciales para dar una solución ordenada al problema de la deuda. La adopción generalizada de estas cláusulas es esencial para evitar que algunos acreedores rehuyan participar en los acuerdos. En segundo lugar, las renegociaciones deben realizarse dentro de un plazo determinado, cumplido el cual el Fondo Monetario o un panel independiente estarían facultados para fijar las condiciones de la reprogramación. De hecho, las repetidas renegociaciones de deuda han sido uno de los elementos más difíciles del entorno financiero internacional en las últimas décadas, y subyacen a largos períodos de crisis o de lento crecimiento de algunas economías en desarrollo y en transición.

Diseño de una red de organizaciones regionales y subregionales que apoyen el manejo monetario y financiero internacional

La mayoría de las propuestas de reforma de la arquitectura financiera internacional contempla el fortalecimiento de unas pocas instituciones internacionales. Al respecto, se podría argumentar que la existencia de un grupo amplio de instituciones regionales y subregionales sólidas podría ser un aporte institucional importante, tanto en términos de estabilidad del sistema financiero mundial como de equilibrio de las relaciones de poder en el plano internacional. Lo acontecido en Europa occidental, desde la creación de la Unión Europea de Pagos en los años inmediatamente posteriores a la segunda guerra mundial, hasta la actual Unión Europea y la adopción del euro, indica que las organizaciones y los acuerdos financieros

regionales desempeñan una función esencialmente estabilizadora. En un plano más limitado, existen ejemplos de bancos regionales y subregionales de desarrollo y de unos pocos fondos de reserva, que también muestran que pueden desempeñar una función importante en una nueva arquitectura financiera internacional, tanto como instrumentos de manejo de las crisis cuanto de financiamiento del desarrollo. La existencia de sólidos fondos de reserva regionales permitiría contribuir, al menos parcialmente, a disuadir a posibles especuladores de realizar operaciones especulativas contra la moneda de algunos países, las que pondrían en peligro, entre otras cosas, el comercio y las relaciones financieras regionales. También podrían complementar los fondos del FMI en épocas difíciles. De esta manera, tanto por sus efectos sobre la demanda como de oferta de recursos, podrían reducir la necesidad de solicitar ayuda al Fondo.

Las instituciones regionales suelen ser pequeñas o inexistentes, y por consiguiente de limitada eficacia, pero invertir en su desarrollo sería evidentemente ventajoso a largo plazo. El diseño de una nueva arquitectura debería entonces contemplar incentivos especiales para el desarrollo de instituciones de esa naturaleza. Por ejemplo, los fondos comunes de reserva podrían tener acceso automático al financiamiento del Fondo, o podrían participar en la asignación de los derechos especiales de giro, en forma proporcional a los recursos aportados por los países a ellos. De hecho, en el largo plazo, el FMI podría concebirse como parte de una red de fondos regionales de reserva, y su funcionamiento podría concentrarse en las relaciones con dichos fondos, en vez de apoyar directamente a los países en dificultades.

Las instituciones regionales, y la fiscalización por parte de los pares, podrían asimismo desempeñar un papel importante en la vigilancia de las políticas macroeconómicas y de regulación y supervisión financieras en el plano nacional. Esta forma de vigilancia y fiscalización podría ser más aceptable para los países que la de una sola institución internacional poderosa, y contribuiría a desarrollar una globalización más equilibrada.

Medidas complementarias sobre financiamiento del desarrollo y endeudamiento externo

Durante la crisis actual, la atención se ha concentrado en países con fuertes necesidades financieras que presionan sobre los recursos de las instituciones multilaterales. Es importante que estos casos, y el gran volumen de fondos del FMI y bilaterales asignados a ellos, dejen espacio para el financiamiento y la atención internacional que exigen los problemas de los países más pobres, y por consiguiente, el Servicio Reforzado de Ajuste Estructural (SRAE) del Fondo Monetario, la Asociación Internacional de Fomento (AIF) y la Iniciativa para la reducción de la deuda de los países pobres muy endeudados (PPME). También deben dejar espacio al financiamiento y la atención para los países más pequeños aquejados por crisis financieras.

Dada su incapacidad para movilizar la totalidad de los recursos necesarios para el rescate de países con problemas económicos, el Fondo Monetario ha tenido que recurrir al financiamiento de otras fuentes, entre ellas el Banco Mundial y los bancos regionales de desarrollo. Estas instituciones no fueron concebidas para proporcionar liquidez a los países con problemas de financiamiento externo a corto plazo. Si se mantiene esta práctica, se afectaría su capacidad de cumplir con su misión fundamental, que es responder a las necesidades de financiamiento de largo plazo para el desarrollo de los países con insuficiente acceso a los mercados privados.

Debe otorgarse particular prioridad a salvaguardar el acceso de los países más pobres a los recursos del Fondo Monetario, el Banco Mundial y los bancos regionales de desarrollo. Otra de las prioridades mundiales es la urgente puesta en práctica de la iniciativa para los PPME, pero deben considerarse igualmente propuestas de reducción de deuda más audaces. Los bancos de desarrollo podrían contribuir a aliviar los efectos más graves de la crisis prestando asistencia financiera para establecer o fortalecer redes de protección social equitativas en términos de género, tanto en los países de bajos como en los de medianos ingresos. La necesidad de proteger a la población pobre en épocas de crisis mediante redes efectivas de protección social ha avanzado más en la retórica

que en la práctica. Los bancos de desarrollo también pueden desempeñar una clara función anticíclica en casos de crisis financieras mundiales, la que podría reforzarse si se adoptaran nuevos mecanismos destinados a atraer financiamiento del sector privado mediante fondos de cofinanciación de rápido desembolso o la concesión de garantías al nuevo endeudamiento de los países en desarrollo o en transición. Con tal objeto, deberían formularse normas nuevas y más eficaces en materia de garantías otorgadas por estas instituciones.

Interdependencia de los componentes de la nueva arquitectura

El rediseño del sistema monetario y financiero internacional tiene como objetivo aprovechar las posibilidades que los flujos financieros privados e internacionales ofrecen para la estabilidad y el crecimiento de la economía mundial. A fin de alcanzar efectivamente esta meta, es importante que todos los componentes de la arquitectura financiera sean considerados simultáneamente. Dada la interrelación que existe entre ellos, introducir uno o varios de los mismos en forma aislada no lograría compensar los trastornos que generan las crisis.

Así, perfeccionar la supervisión y la regulación de las entidades financieras es una medida preventiva que puede atenuar los efectos de las crisis y, por consiguiente, reducir la necesidad de recursos del Fondo Monetario para superarlas. Sin embargo, como la supervisión y la regulación distan mucho de ser infalibles, las crisis financieras y el contagio seguirán siendo problemas que exigirán medidas en el plano internacional. La coordinación y la vigilancia macroeconómicas son esenciales para hacer frente tanto a situaciones inflacionarias como deflacionarias, las que dan origen a los ciclos financieros de auge y colapso. Las instituciones regionales y subregionales podrían ser un complemento fundamental para las actividades de financiamiento y vigilancia del Fondo Monetario, y asimismo para la vigilancia de la regulación y supervisión financieras en el plano nacional.

Asimismo, los nuevos mecanismos de financiamiento y las nuevas disposiciones sobre suspensión, con anuencia inter-

nacional, del servicio de la deuda externa no pueden sustituir la mejor regulación y supervisión de las instituciones financieras. Más bien, todas las medidas mencionadas, al igual que aquéllas que se adopten en los países para hacer frente a los movimientos de capital a corto plazo, son complementarias. Las normas sobre suspensión, con anuencia internacional, del servicio de la deuda, tampoco pueden reemplazar la creación de una línea de financiamiento del Fondo Monetario para hacer frente a los casos de contagio. Las suspensiones del servicio de la deuda necesariamente impiden por cierto tiempo el acceso de los prestatarios a los mercados de capitales. Así como los países difieren legítimamente en cuanto a sus preferencias en torno a la integración a los mercados financieros internacionales, también tendrán actitudes diferentes ante la posibilidad de utilizar el mecanismo de suspensión, con anuencia internacional, del servicio de la deuda. En general, los menos dispuestos a aceptarla serán aquéllos cuyas crisis de liquidez se deben en gran medida al contagio y que se encuentran más integrados a los mercados financieros internacionales. Por lo tanto, un sistema financiero internacional funcional para la estabilidad y el desarrollo mundial debe comprender tanto las normas sobre suspensión, con anuencia internacional, como las innovaciones institucionales en el marco del FMI.

No se puede imponer una suspensión del servicio de la deuda si no se regulan al mismo tiempo las salidas de capital. En efecto, los controles a los flujos de capitales se vuelven indispensables cuando un país no está en condiciones de cumplir con todas sus obligaciones debido a un movimiento especulativo contra su moneda. Por este motivo, el reconocimiento de la necesidad de contar con diferentes alternativas para manejar la cuenta de capitales no puede desligarse del establecimiento de normas que permitan afrontar las crisis.

De hecho, optar por una o incluso por varias de estas propuestas no basta para lograr los cambios necesarios para evitar las crisis, para hacerles frente o para lograr más equidad en las relaciones de poder. Es necesario adoptar un enfoque integral y oportuno para lograr una globalización más equilibrada y, por consiguiente, más duradera, garantizando así que contribuya efectivamente al desarrollo humano sostenible.

Esta edición de 700 ejemplares se imprimió y encuadernó en
OFFSET DIFO S.H., Rosario 4751- Adolfo Sourdeaux – Bs. As.
Tel: 4748-1511 Email: offsetdifo@arnet.com.ar
en el mes de noviembre de 2002