

Finanzas internacionales y crisis: la demorada reforma global¹

Mario Damill²

Una crisis cambiaria y financiera en Turquía está todavía en pleno desarrollo cuando escribimos estas páginas. Un nuevo eslabón en la ya larga cadena de acontecimientos traumáticos que han venido jalonando la fase de intensa internacionalización de las finanzas de fines del siglo XX. La economía argentina, particularmente sensible a las cambiantes condiciones externas, ha vuelto a enfrentarse a los efectos de "derrame" y al riesgo de contagio.

Si bien toda crisis involucra naturalmente un conjunto de circunstancias históricas específicas y de rasgos particulares, y con frecuencia se ha tendido a poner el acento en problemas "locales" en su interpretación, está claro hoy que la organización institucional y las normas que orientan las finanzas mundiales no configuran un marco totalmente adecuado para la protección de la estabilidad financiera internacional. En otros términos, hay problemas en el diseño del sistema global que contribuyen decisivamente a explicar las crisis. Los sucesivos episodios críticos observados en los últimos años han llevado finalmente a que esta percepción se generalizara.

El actual marco institucional y normativo no constituye tampoco, en consecuencia, el ambiente más propicio para el aprovechamiento de las ventajas que puede proporcionar el proceso de integración económica mundial en curso, el que en muchos aspectos ha sido y es muy dinámico.

La evidente volatilidad de los movimientos internacionales de capitales y sus consecuencias fueron dando cuerpo a la idea de que ese marco institucional y normativo debe ser repensado y redefinido, y de que en diversos aspectos la comunidad internacional tiene mucho por hacer para mejorarlo.

Esta percepción ha sentado las bases para que se desarrolle en el mundo un debate de la mayor relevancia, que transcurre actualmente, acerca de un conjunto de temas que pueden reunirse bajo el título común de: "hacia una nueva arquitectura financiera internacional". Esa discusión se refiere a las instituciones, códigos, normas y regulaciones que rigen o deberían regir las transacciones financieras internacionales.

¹ Publicado en Escenarios Alternativos #11 – otoño 2001

² Investigador del CEDES.

Si bien la insatisfacción con la situación presente está ampliamente extendida, debe reconocerse desde un inicio que la misma no se fundamenta en un diagnóstico compartido por los participantes en la discusión, ni conduce a propuestas semejantes. Por el contrario, los diseños de reforma sugeridos por distintos actores en este debate se caracterizan por su diversidad, y en algunos casos son claramente contradictorios. Esto es, por otra parte, lo que cabe esperar, considerando los conflictos de naturaleza política y económica que el proceso de reforma involucra. Agrupamientos de países como el G-7 y el G-22 han elaborado distintas propuestas, y también lo han hecho diversos gobiernos, en general de países desarrollados, como los de Francia, Alemania, Canadá, el Reino Unido. El Congreso de los Estados Unidos estableció una Comisión encargada de examinar la cuestión, la que produjo un informe, conocido como el "Meltzer Report".

Las voces de los países subdesarrollados se han oído mucho menos, aunque han sido contempladas en documentos como el elaborado en 1999 por un Grupo de Trabajo de Naciones Unidas conformado para examinar el problema, así como en otros publicados por UNCTAD y CEPAL, por ejemplo³.

El debate incluye como una cuestión central, naturalmente, la relativa al papel que deberían tener los organismos multilaterales como el FMI y el Banco Mundial. En ese punto, como en otros, los argumentos que se esgrimen abarcan

³ La literatura disponible sobre el tema es no sólo numerosa sino también rápidamente creciente. Una descripción amplia y pormenorizada de las cuestiones en debate se encuentra por ejemplo en: Eichengreen, B. (1999), "Toward a new international financial architecture". Institute of International Economics, Washington D.C.

Pueden verse también, entre otros, los siguientes artículos:

Akyüz, Y. (2000). The debate on the international financial architecture: Reforming the reformers. UNCTAD Discussion Paper nº 148, Ginebra.

Akyüz, Y. y A Cornford (1999). Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system, UNCTAD Discussion Paper nº 143, Ginebra.

Griffith-Jones, S. (2000). "Una nueva arquitectura financiera contra los riesgos y la severidad de las crisis", Nueva Sociedad, nº 168, julio-agosto, Caracas, Venezuela.

Group of 22 (1998). Report of the Working Group on International Financial Crises, mimeo, Washington D.C.

Naciones Unidas (1999). Hacia una nueva arquitectura financiera internacional. Informe del Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Economicos y Sociales de las Naciones Unidas. CEPAL, Santiago de Chile.

Ocampo, J.A. (1999). Reforming the international financial architecture: consensus and divergence. CEPAL, Serie Temas de Coyuntura, Santiago de Chile.

Rodrik, D. (2000). "Gobernar la economía global: ¿un único estilo arquitectónico adecuado para todos?", Desarrollo Económico, Vol. 40, nº 157, abril-junio.

Rogoff (1999), "International institutions for reducing global financial instability", Journal of Economic Perspectives, Fall.

El Meltzer Report ("International Financial Institutions Advisory Commission Report"), hecho público el año pasado, puede consultarse en la siguiente dirección de Internet: <http://phantom-x.gsia.cmu.edu/IFIAC/USMRPTDV.html>, o en: <http://csf.colorado.edu/roper/if/Meltzer-commission-mar00/>.

un espectro de posiciones muy amplio. En lo que se refiere al FMI, por ejemplo, van desde el planteo de que debería avanzarse directamente hacia su eliminación (posición que ha sido defendida por ejemplo por Allan Meltzer, quien fuera Presidente de la Comisión del Congreso de EE.UU. mencionada más arriba, aunque no es ésta la posición refrendada por esa Comisión), en favor de una más radical desregulación financiera internacional, hasta quienes abogan por la conformación de una única autoridad financiera internacional regulatoria y con capacidad de actuar como prestamista de última instancia en esa escala.

Esas posiciones extremas se sustentan en fuertes críticas al papel actual del FMI, pero derivan en conclusiones opuestas: a favor de menos regulaciones en un caso, y de un sistema institucional internacional centralizado y fuerte en el segundo.

Otro punto central de controversia se refiere a la libre movilidad de capitales. En los países desarrollados y en nucleamientos como el G7 predomina una posición favorable a la movilidad irrestricta. En esa línea y dada la creciente importancia que han ido adquiriendo los flujos de capitales privados, el Comité Internacional Monetario y Financiero (ex "Comité Interino") del FMI resolvió recientemente dar su apoyo a una enmienda de los Artículos que norman al organismo, a fin de incluir entre sus propósitos la promoción de la liberalización de la cuenta de capitales. La enmienda daría también al FMI jurisdicción sobre las operaciones por cuenta de capital de los países miembros, extendiendo la que el Fondo tiene sobre las operaciones en cuenta corriente. Esta polémica propuesta no ha tenido aún la aprobación del Directorio del organismo. En documentos como los ya citados de Naciones Unidas y CEPAL se sostiene, por el contrario, la necesidad de preservar la autonomía de las economías en desarrollo en el manejo de la cuenta de capitales, particularmente en ausencia de un mecanismo internacional eficaz de préstamo de última instancia.

En materia financiera, cabe en principio agrupar a los temas en discusión en dos grandes capítulos (aunque por cierto esta división no puede ser tajante): mecanismos de prevención de las crisis, y formas de resolución de las mismas. En ambos capítulos, además, suelen abordarse otros dos conjuntos diferentes de problemas: por una parte, aquellos aspectos que tienen que ver con las instituciones, códigos, normas y regulaciones internacionales y, por otra, los vinculados con las instituciones, normas, regulaciones y políticas de orden nacional.

Más allá de la cuestión financiera, la situación presente de la economía nacional y mundial lleva a un plano de primera importancia a al menos otros dos temas, relevantes en particular para los países subdesarrollados. Uno de ellos se refiere a los subsidios agrícolas y los préstamos subsidiados que las naciones desarrolladas destinan al sector primario, combinados con restricciones al comercio en esos rubros, lo que perjudica de manera notoria a un grupo de países que incluye a la Argentina, afectando negativamente su capacidad de pago. El otro tema destacado es el relativo a la coordinación tributaria a escala internacional, que ha llevado incluso a la propuesta de creación de una autoridad tributaria global. En las presentes circunstancias se hace necesaria una mayor armonización de los sistemas tributarios y un mejor control de la evasión, lo que haría además más fácil el financiamiento de las funciones estatales. En muchos países son significativas las pérdidas de recaudación derivadas de los problemas que aún hoy plantean las fronteras a la gestión recaudatoria (dificultades para aplicar efectivamente el criterio de "renta mundial", manejo de los precios de transferencia en las empresas multinacionales, problemas derivados de la existencia de "paraísos fiscales", etc.). Si bien algunas de estas cuestiones van más allá de los tópicos en discusión en el debate acerca de la nueva arquitectura financiera internacional, ciertamente deben incluirse en posiciones destacadas en la agenda de problemas asociados al proceso de globalización.

Propuestas para la prevención y manejo de las crisis

En lo que sigue trataremos principalmente de las propuestas de alcance internacional para la prevención y el manejo de las crisis, aunque el tema relativo a las acciones de carácter nacional es por supuesto de gran relevancia.

Podemos identificar, para comenzar, un punto que está más allá de toda discusión: existen dificultades conceptuales y técnicas en el diseño los mecanismos regulatorios que hacen evidente la imposibilidad de establecer sistemas "a prueba de crisis". Por otra parte, tampoco es razonable esperar que se desarrolle, a nivel internacional, una réplica a escala de los sistemas nacionales de regulación y supervisión, así como de los procedimientos para casos de *default*, o de las actividades de un prestamista de última instancia, porque la existencia de la soberanía de los estados nacionales establece límites a lo que puede avanzarse en esa dirección.

Es claro que importantes obstáculos para el progreso de las reformas residen en restricciones de naturaleza política, así como en conflictos de intereses. Estos han hecho que, hasta el momento, los países desarrollados hayan evidenciado una preferencia por tratar las crisis con un enfoque casuístico, en lugar de favorecer el establecimiento de un sistema basado en reglas generales. Esto probablemente incrementa su capacidad de actuar de manera relativamente discrecional en los casos de crisis, en especial considerando la influencia que ejercen en las organizaciones financieras internacionales.

Con todo, un sistema basado en reglas tal vez no habría de significar un cambio muy notable para los países en desarrollo, puesto que tales reglas no podrían sino reflejar también las relaciones de poder mundiales actuales.

Por otro lado, también es cierto que, pese a su natural interés en las reformas, con frecuencia los países en desarrollo se han abstenido de apoyarlas, bien por suponer que las mismas podrían incrementar los costos del crédito (a través de medidas como el establecimiento de requerimientos de capitales bancarios mínimos en función del riesgo de crédito asumido por los bancos, por ejemplo), o disminuir los flujos de capital, o bien para evitar dar una imagen “intervencionista”, de proclividad a establecer restricciones a los mecanismos de libre mercado, lo que, podría suponerse, merecería alguna consideración negativa en los mercados financieros, afectando la credibilidad desfavorablemente.

Brechas regulatorias

Por detrás del cuadro de inestabilidad financiera internacional recurrente se han identificado al menos tres grandes “brechas” o vacíos regulatorios. Con esa expresión se hace referencia a ciertas funciones esenciales de manejo del sistema financiero global que actualmente no se cumplen o se cumplen de manera imperfecta o inadecuada. Esas áreas de relativa debilidad institucional son las vinculadas con:

- a) la provisión de apropiados mecanismos de supervisión y regulación prudencial de los intermediarios financieros,
 - b) la provisión liquidez internacional, en particular en situaciones de emergencia,
- y

- c) la definición de reglas y procedimientos que permitan el procesamiento ordenado de situaciones de incumplimiento en los pagos de servicios de la deuda por parte de un deudor soberano.

Información y transparencia

Además de esos tres grupos de cuestiones, y en cierta forma con carácter previo a las mismas, se ha hecho evidente la importancia de la disponibilidad de más y mejor información, de mayor transparencia como un requerimiento esencial para la previsión y el manejo de las crisis. En esta materia se produjeron, en el plano internacional, avances más importantes que en los restantes, puesto que mucho del esfuerzo desarrollado en los últimos años en relación con la nueva arquitectura financiera se concentró en el establecimiento de estándares para mejorar la oportunidad, la calidad y la homogeneidad de la información relativa a variables macroeconómicas relevantes, y la transparencia de las actividades económicas del sector público, incluyendo las vinculadas a la política fiscal, monetaria y financiera.

En relación con estas iniciativas han jugado un papel orientador y coordinador de importancia organismos como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, el Banco de Pagos Internacionales y la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

Sin embargo, el progreso en materia de información macroeconómica y fiscal no ha tenido igual contrapartida en lo que se refiere a la generación de información financiera por parte de los bancos y otras firmas financieras. Esto es así en especial por la existencia de importantes volúmenes de transacciones no contabilizadas en los balances u *off balance*, tema al que volveremos más adelante. Además se ha avanzado muy poco o casi nada en lo que se refiere a los mercados extraterritoriales (u *off shore*) y a las instituciones financieras fuertemente apalancadas (*highly leveraged institutions* -HLIs) como los fondos de cobertura, que han tenido un papel desestabilizador importante en algunos de los episodios críticos de finales de los noventa.

Cada una de las brechas en la regulación que se han indicado involucra a su vez diversas cuestiones específicas, algunas de las cuáles se presentarán en lo que sigue. En el texto se presentan también algunas de las propuestas de reforma que están siendo discutidas en el presente. Se abordan en especial las

sugerencias que pueden considerarse, en líneas generales, compatibles con el cuadro institucional vigente en la actualidad. En otros términos, se trata de reformas que podrían contribuir a adaptar los organismos y las regulaciones y normas existentes en función de las necesidades que no se satisfacen adecuadamente, en lugar de reemplazarlos por otros completamente nuevos. Pero en el plano internacional se han planteado también algunas propuestas de reforma más radicales, como la constitución de una única Autoridad Financiera Mundial con funciones de supervisión, regulación y creación de liquidez. Predomina, sin embargo, la creencia de que estas propuestas de reforma más ambiciosas son probablemente poco viables en lo inmediato o poco realistas, puesto que involucrarían, por ejemplo, importante cesión de soberanía por parte de las naciones⁴.

Supervisión y regulación prudencial de los intermediarios financieros y la prevención de las crisis

En materia de supervisión y regulación financiera, la posición dominante en los debates favorece el establecimiento de estándares globales, para ser aplicados por autoridades nacionales, en lugar de la constitución de una única autoridad regulatoria internacional. Mientras que los acuerdos de Basilea han definido los principales estándares para la regulación de la actividad bancaria, el FMI ha venido ejerciendo una acción de supervisión en esta materia. En este plano existen también tres áreas principales de debilidad de las regulaciones vigentes.

⁴ Sobre la cuestión de la soberanía y sus conexiones con el problema de la nueva arquitectura financiera, ver la contribución de Roberto Frenkel en este mismo número.

Entre las principales propuestas de reforma "radical" se encuentran, por ejemplo, la de crear de una agencia internacional de seguro de créditos, diseñada para reducir la probabilidad de expansiones excesivas de los préstamos internacionales (planteada por George Soros); la de establecer un organismo de supervisión de instituciones financieras internacionales y mercados, con poderes para establecer estándares y para la supervisión y regulación de la banca comercial, los mercados de valores y de seguros (planteada por Henry Kaufman); una propuesta similar para la creación de una agencia global para la regulación financiera y supervisión, o World Financial Authority, con la responsabilidad de establecer estándares para todas las firmas financieras, off u on shore, y también con funciones de prestamista de última instancia (elaborada por Lance Taylor y John Eatwell); la de crear una corte internacional de quiebras que aplicaría una versión internacional del capítulo 11 de la ley de quiebras de los EE.UU. para facilitar el procesamiento ordenado de las situaciones de incumplimiento, según sugerencia de la UNCTAD; la propuesta de manejar los tipos de cambio de las monedas del G3 a través de acuerdos, planteada por George Soros y Paul Volcker, y el impuesto Tobin para limitar la volatilidad de corto plazo de los movimientos de capitales y de los tipos de cambio.

La primera se refiere a los préstamos bancarios y a los correspondientes requerimientos de capitales mínimos para las entidades de ese tipo. Un punto de especial relevancia corresponde a los préstamos bancarios de corto plazo. Estos tuvieron, por ejemplo, un papel importante en la generación de las condiciones de las crisis del sudeste de Asia.

La segunda cuestión se relaciona con los flujos de inversiones de cartera (en títulos y acciones) potencialmente volátiles, como las que realizan los fondos de cobertura (*hedge funds*).

Y la tercera se refiere a actividades que comprenden la utilización de instrumentos financieros derivados, las que suelen involucrar también a instituciones como los fondos de cobertura.

Préstamos bancarios, riesgo de crédito y capitales mínimos

Los préstamos bancarios internacionales están normados por las autoridades regulatorias de los países desarrollados. En esta materia el Comité de Basilea ejerce actividades de orientación y coordinación de las distintas regulaciones nacionales. Existe cierto consenso en torno a la idea de que los estándares de Basilea establecen incentivos inadecuados para los bancos, en lo que se refiere a los requerimientos de capital para determinados niveles de riesgo. En la mayor parte de los países se establece el mismo requerimiento de capital para un préstamo bancario otorgado a un gobierno calificado con “grado de inversión” que para uno con una calificación de riesgo muy inferior. Esto ha generado presiones para modificar las regulaciones en el sentido de elevar los costos de los bancos para los préstamos más riesgosos.

Así, las nuevas reglas para la determinación de los requerimientos de capital propuestas en junio de 1999 por el citado Comité comprenden, entre otros puntos, el establecimiento de ponderaciones de riesgo para las exposiciones con deudores soberanos, a los efectos del cálculo de los requerimientos de capital. Esas ponderaciones, se sugiere, se definirían fundamentándose en evaluaciones externas realizadas por agencias calificadoras. Si bien la idea básica de introducir ponderaciones por riesgo no puede sino considerarse razonable, esta propuesta concreta ha generado muchas resistencias, en parte por desconfianza acerca de las evaluaciones de riesgo que elaboran las agencias especializadas (las que, por ejemplo, han evidenciado un comportamiento procíclico en sus calificaciones, en situaciones de crisis, contribuyendo probablemente a acentuar los problemas), y

en parte por el hecho que de estos ajustes de los requerimientos de capital según riesgo encarecerían el crédito y reducirían su disponibilidad para deudores soberanos juzgados financieramente vulnerables. La cuestión relativa a quién y cómo evaluar riesgos es técnicamente compleja y se encuentra abierta. En los países desarrollados se observa una orientación hacia dejar en manos de los bancos la evaluación del riesgo de crédito, encargándose la autoridad regulatoria de evaluar y supervisar los métodos y criterios adoptados por las entidades para hacerlo. Sin embargo, cuando se trata en particular del riesgo soberano, sería deseable que las clasificaciones siguieran parámetros estrictos y objetivos, de público conocimiento, según la sugerencia del Grupo de Trabajo de Naciones Unidas.⁵

Los préstamos bancarios de corto plazo

Por otra parte, además de lo que se acaba de señalar, se constata también que las regulaciones bancarias vigentes presentan algún sesgo a favor de los préstamos a plazos cortos, que debería corregirse. En efecto, los préstamos de los bancos a países no integrantes de la OECD, con plazo de vencimiento inferior a un año, tienen una ponderación de 20% en el cálculo de los requerimientos de capital del banco otorgante, frente a una ponderación de 100% para las operaciones a más de un año. Como resultado de esta norma, el otorgamiento de crédito de corto plazo es más rentable para los bancos internacionales, lo que se agrega a la preferencia normal de estas entidades por colocaciones más cortas, especialmente cuando se perciben mayores niveles de riesgo. El diferencial de ponderación mencionado debería ser limitado a fin de corregir este sesgo regulatorio a favor de los préstamos cortos, potencialmente más volátiles.

Los flujos de cartera

No existe en la actualidad ninguna regulación internacional de los flujos de cartera (los que involucran transacciones con acciones, bonos y otros títulos) originados en inversores institucionales y dirigidos hacia las economías emergentes. Es el caso de las inversiones de los fondos de pensión pero, más en general, de los que provienen de instituciones no bancarias. Sin embargo, estos

⁵ Naciones Unidas, op.cit., página 58.

flujos potencialmente reversibles han desempeñado un papel importante en algunas de las crisis cambiarias recientes.

Se ha propuesto, como forma de limitar este problema, el establecimiento de requisitos de encaje para estos movimientos, con ponderaciones de riesgo variables. Estos requisitos de liquidez podrían ser colocados como depósitos a interés en la banca comercial, y bajo normas regulatorias acordadas internacionalmente, las que deberían establecer también qué procedimientos y criterios se seguirían en la evaluación del riesgo macroeconómico que determinaría el nivel del encaje. En la implementación de estas regulaciones deberían tener un papel importante las entidades encargadas de establecer las normas para los mercados de valores en los países de origen de los flujos, y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (*IOSCO* según la sigla en inglés) podría tener funciones de coordinación internacional. Esta coordinación resultaría imprescindible para evitar que las inversiones de los fondos de pensión, por ejemplo, se desviarán a través de plazas *off shore* para eludir los requisitos de liquidez.

La existencia de las ponderaciones por riesgo, que tendrían que ser revisadas con frecuencia, podría contribuir a reducir la volatilidad de las inversiones de cartera, facilitando ajustes graduales y dando incentivos para las correcciones oportunas de políticas. Una mayor estabilidad de los flujos de cartera podría compensar, al menos parcialmente, el efecto negativo de un eventual mayor costo de los fondos, derivado de la inmovilización de parte de los mismos en la forma de requisitos de liquidez o encajes.

Derivados y operaciones "off balance"

Un informe elaborado a comienzos de 1999 por el Comité de Basilea acerca de la "Supervisión bancaria sobre las interacciones de la banca con instituciones fuertemente apalancadas" indica que éstas últimas, entre las que se incluyen por ejemplo los llamados fondos de cobertura (*hedge funds*), pueden plantear riesgos significativos para los acreedores directos y, en ciertas condiciones de mercado, para el sistema financiero globalmente considerado. En la actualidad, estas instituciones están prácticamente libres de supervisión, puesto que muchas operan a través de centros financieros extraterritoriales u *off shore*. Sus operaciones son frecuentemente poco transparentes.

Se han planteado tres estrategias, no excluyentes, para abordar el problema de la supervisión y regulación de las actividades de estas firmas financieras. Una es por vía indirecta, operando a través de los bancos y las casas de valores que son principales contrapartidas de las entidades fuertemente apalancadas. Podrían considerarse, por ejemplo, mayores requisitos de capital sobre los préstamos y otras operaciones que involucren exposición de la banca a las HLIs, a fin de reflejar mejor los más elevados niveles de riesgo.

Una segunda línea de acción se refiere a mejorar la transparencia, generando información acerca de las exposiciones consolidadas de todas las instituciones financieras en operaciones de todo tipo con HLIs. Estos registros deberían centralizar la información de las posiciones en el balance general y fuera del mismo, de distintos intermediarios financieros frente a contrapartes individuales como los principales fondos de cobertura. De esta forma, los agentes que operan en los mercados financieros podrían contar con mejores bases para sus evaluaciones de riesgo. La información debe ser oportuna, lo que indica que habría dificultades importantes que considerar, dada la gran rapidez con que las posiciones de las HLIs, y de los bancos en relación con las mismas, pueden cambiar.

Una tercera vía sería naturalmente la regulación directa de los fondos de cobertura y de otras instituciones con fuerte apalancamiento.

Un argumento contrario a esta línea de acción se fundamenta en la constatación de que muchas de estas instituciones operan en plataformas *off shore*, lo que puede hacer estériles a las regulaciones.

Sin embargo, en sentido contrario, este problema debería quizás conducir a la comunidad internacional a reconocer que en función de la estabilidad financiera global sería deseable que los centros llamados extraterritoriales cumplan también con los estándares internacionalmente aceptados.

Suministro de liquidez y garantías

El papel tradicional del FMI en materia de financiamiento del balance de pagos ha sido el de concederlo a economías que enfrentan desequilibrios transitorios en cuenta corriente. Los eventos de los años noventa generaron consenso acerca de la necesidad de proveer también financiamiento contingente a naciones enfrentadas a problemas en sus cuentas de capitales. Sin embargo, por la propia naturaleza de los movimientos de capital, esta ampliación de la actividad

del FMI como entidad de préstamo puede exigir una capacidad de respuesta mayor, en plazos mucho más cortos, y plantea también nuevos problemas en relación con la condicionalidad de los préstamos.

Algunos avances en el sentido correcto se han dado en los últimos tiempos, como el aumento del capital del Fondo y la definición de nuevas líneas de crédito del organismo que, aunque todavía sujetas a problemas, aumentaron la capacidad de intervención. En relación con estas nuevas líneas, el documento del Grupo de Trabajo de Naciones Unidas ya mencionado señala que “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”.⁶

Una propuesta importante orientada a aproximar al FMI hacia el papel de un prestamista internacional de última instancia ha sido la que sugiere permitirle la emisión de Derechos Especiales de Giro “reversibles” (se emitirían durante momentos de crisis, pero serían absorbidos luego, permitiendo dar un carácter contracíclico a estas acciones monetarias en el plano internacional) para proveer de liquidez internacional a economías en dificultades. Esta propuesta merece ser estudiada, aunque podría enfrentar resistencia por parte de algunas economías desarrolladas, y requeriría la revisión de los acuerdos constitutivos del FMI.

Naturalmente, estas acciones de préstamo “de última instancia” no están exentas de problemas y potenciales consecuencias negativas que deben también considerarse. La concesión de préstamos en montos en principio ilimitados y sin condiciones (aunque a tasas más altas que las tradicionales en los préstamos del FMI) requeriría de mecanismos de supervisión muy estrechos sobre los tomadores, para asegurar su solvencia. Por otra parte, la existencia de mecanismos de acceso automático al crédito, si bien aseguraría una respuesta oportuna ante las crisis, crearía también problemas de incentivos, debido al riesgo moral (*moral hazard*). En otros términos, la existencia potencial de estos recursos podría favorecer la toma de riesgos inadecuados por parte de los prestatarios. La condicionalidad apunta a reducir el riesgo moral, pero genera retrasos que dificultan la respuesta rápida a las crisis.

Una respuesta que se ha propuesto a este problema es la de la precalificación de los deudores, que permitiría acceder a la ventanilla del prestamista

⁶ Naciones Unidas, *op.cit.*, página 46.

en última instancia, sin nuevos condicionamientos, a países que califiquen previamente, conforme a un conjunto de criterios.

Por otra parte, muchas de las medidas de reforma que se han sugerido hasta aquí apuntan a sentar las bases de una mayor estabilidad financiera, pero probablemente pagando un precio en términos de disponibilidad o costo del financiamiento, desde la perspectiva de las economías en desarrollo. Es necesario, en consecuencia, desarrollar acciones que permitan compensar este último efecto desfavorable y, más en general, apunten a reducir el costo del financiamiento externo para las economías subdesarrolladas. En este plano también la actividad de las instituciones financieras internacionales puede ser muy importante. Esto podría hacerse en parte mediante el otorgamiento de garantías al nuevo endeudamiento de los países en desarrollo, y el establecimiento de fondos de cofinanciación de rápido desembolso, destinados estos últimos a atraer financiamiento del sector privado. En este sentido, y según sugiere también el Grupo de Trabajo de Naciones Unidas, deberían formularse nuevas normas en materia de garantías a otorgar por esas instituciones.⁷

Procesamiento ordenado de situaciones de incumplimiento

La cuestión del procesamiento de las situaciones de incumplimiento o *default* es también central en el debate sobre la nueva arquitectura financiera. Cuando una crisis emerge, la alternativa es el *default* o el rescate. Los rescates operados en los años noventa tendieron a hacerse cada vez más difíciles porque han involucrado enormes montos y generan significativas resistencias políticas. De allí que se haya planteado con fuerza la cuestión del involucramiento de los acreedores privados en la resolución de las crisis.

Este involucramiento enfrenta una dificultad básica: no existen, en el plano internacional, normas equivalentes a las que, en las jurisdicciones nacionales, regulan los procedimientos a seguir en casos en que un deudor no pueda hacer frente a sus compromisos. Este vacío regulatorio puede dar lugar, por ejemplo, a que los acreedores actúen de forma colectivamente inadecuada en situaciones críticas, tratando, cada uno de ellos, de recuperar su capital lo más deprisa posible, en detrimento de la salud del deudor (que, de enfrentar una situación de iliquidez puede ser llevado en esas circunstancias a la insolvencia) y también de

⁷ Naciones Unidas, *op.cit.*, página 67.

los demás acreedores. Ese problema de coordinación genera un resultado claramente inferior a otros que serían factibles con mejores reglas del juego.

Mientras que este hueco regulatorio fundamenta propuestas más radicales como la de la creación de una corte internacional de quiebras (que aplicaría una suerte de versión internacional del capítulo once de la ley de quiebras de los EE.UU.), otras medidas menos ambiciosas pero probablemente más viables en el corto plazo se han propuesto y son objeto de debate actualmente. Se trata, principalmente, de la sugerencia de incluir ciertas cláusulas (*covenants*) en las nuevas emisiones de títulos de deuda. El G-22, por ejemplo, ha sugerido que los papeles de deuda incluyan cláusulas estableciendo, en primer lugar, la provisión de una representación colectiva de los acreedores en caso de crisis; en segundo lugar, un mecanismo de votación con mayoría calificada con el fin de alterar eventualmente los términos y condiciones de los contratos en tal situación, y finalmente la definición de mecanismos para compartir entre los acreedores los activos recibidos del deudor. Estas cláusulas ordenarían el tratamiento de la situación de incumplimiento y la búsqueda de su resolución, y podrían evitar, por ejemplo, que un grupo minoritario de acreedores paralizara un convenio, ordenando así el tratamiento de la crisis.

De cualquier forma, está claro que ningún soberano del mundo en desarrollo estará interesado en ser el primero en emitir títulos con estas características. Para que la propuesta sea viable, debería estar impulsada por el FMI e iniciarse posiblemente en colocaciones de títulos de gobiernos de países industrializados.

El G-22 sugiere también formas alternativas de lograr acuerdos de suspensión de pagos con anuencia internacional por un período determinado por las partes (*standstill provisions*). Estos acuerdos contemplarían por ejemplo el acceso del deudor al capital de trabajo requerido para seguir operando en el período de suspensión de pagos, otorgando "*seniority*" a la nueva deuda (es decir, prioridad a los servicios de la misma). Los acuerdos deberían involucrar también cuestiones como los procedimientos para la reorganización de activos y pasivos del deudor, incluyendo posiblemente extensión de plazos, mecanismos de conversión de deuda en acciones y otros.

Se ha sostenido que los acuerdos de este tipo deberían ser sancionados por el FMI. Otra posibilidad es la de que los mismos sean sancionados por un tribunal internacional independiente, que operaría en forma similar a la que sigue

la Organización Mundial del Comercio para el tratamiento de las acciones de política comercial de emergencia de los países miembros.

Hasta el momento, estas propuestas enfrentan la resistencia de las instituciones financieras privadas, que se han opuesto a cualquier mecanismo involuntario de suspensión de pagos o refinanciamiento de deudas.

El interés de la Argentina en las cuestiones en debate

Los temas de discusión que hemos mencionado son de un interés obvio para las llamadas economías emergentes. Sin embargo, la presencia de representantes del mundo en desarrollo en los debates es, como ya se ha señalado, muy inadecuada e insuficiente.

Un ejemplo de ello es el que se describe a continuación. En febrero de 1999 se lanzó formalmente una nueva institución denominada Foro para la Estabilidad Financiera (Financial Stability Forum), que puede ser el germen institucional de una futura Autoridad Financiera Mundial. La propuesta original provino de los gobiernos canadiense y británico, y apuntaba a la creación de un comité permanente para la regulación financiera global, con participación de las instituciones de Bretton Woods, el Comité de Basilea y otros organismos regulatorios, y representantes de países. A pedido del G7, Hans Tietmeyer desarrolló la propuesta británica de creación del comité, definiendo las principales áreas en las que aparecían como necesarias mejoras en el diseño regulatorio o institucional. En la reunión del G7 de febrero de 1999 la constitución del Foro fue aprobada y difundida por ese nucleamiento de países. La instalación del Foro puede considerarse un paso positivo en el sentido de mejorar la coordinación de los distintos organismos involucrados en la tarea de mejorar la forma de funcionamiento de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, un aspecto destacable en su diseño inicial es la ausencia de representación de los países en desarrollo.⁸ Si bien el G7 manifestó que se prevé la inclusión de otras

⁸ Se dispuso que el Foro estará integrado por 35 miembros, de los cuales 21 serían representantes de los países del G7 (a razón de tres por país: el Ministerio de Finanzas, el Banco Central y una autoridad vinculada a la supervisión). El FMI, el Banco Mundial, el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria, la Organización Internacional de Comisiones de Valores y la Asociación

autoridades nacionales, algunas de países de mercados emergentes, ciertamente la ausencia inicial de toda voz del mundo en desarrollo en esta institución llama la atención y debería ser corregida.

Para nuestro país, en particular, los temas de la reforma de las instituciones financieras internacionales que hemos venido abordando son de interés especial y evidente. Si en el caso de los subsidios agrícolas, por ejemplo, ese interés es obvio, en lo que se refiere a potenciales acciones de reforma dirigidas a reducir la volatilidad de los flujos de capitales, el mismo es reforzado por el hecho de que el país ha liberalizado hace tiempo y de manera completa las transacciones por cuenta de capital, es decir, ha realizado una apertura integral a los flujos financieros y de inversión directa. De manera que los ingresos o las salidas de fondos pueden hacerse a bajo costo y sin restricciones especiales. Ello hace que eventuales cambios en la situación de liquidez en el plano internacional puedan reflejarse rápidamente y de manera intensa en las cuentas externas del país.

Además, el resultado del balance de pagos, al cual los ingresos netos de capitales contribuyen, es, bajo el régimen monetario vigente, un determinante central de la evolución de la liquidez y del crédito internos y, con ellos, de los niveles de actividad y empleo. Como se ha observado en los años noventa, en consecuencia, la economía nacional puede ser muy afectada por cambios desfavorables en el contexto externo que, a su vez, repercutan sobre los flujos internacionales de capitales y sobre la prima de riesgo país.

La evidencia de los procesos de contagio que se han venido observando indica que esto puede suceder incluso a pesar de la buena calidad de las políticas macroeconómicas internas. Economías por lo demás "sanas" pueden también ser víctimas de cambios desfavorables en los estados de opinión de los inversores internacionales; ése es un aspecto central de la idea de contagio. La completa apertura financiera de la economía argentina y el grado en que las condiciones financieras internas dependen de los movimientos de capitales son factores que acentúan, como ya se ha señalado, la vulnerabilidad.

Para protegerse de estos riesgos, tanto en el caso de nuestra economía como en otras, suelen recomendarse acciones preventivas que pueden calificarse como de auto-seguro o de auto-protección. Por ejemplo: mantener muy elevados niveles de reservas de divisas; la constitución de fondos de estabilización o anticíclicos; el mantenimiento de elevados encajes bancarios o requisitos de

liquidez; la contratación de líneas de crédito contingente; la adopción de políticas monetarias o fiscales extremadamente rígidas o incluso pro-cíclicas (frente a perturbaciones externas de efecto contractivo, por ejemplo), con el fin de ganar credibilidad o mantenerla.

Puesto que la sucesión de crisis observadas en los últimos años muestra que la inestabilidad es un problema sistémico, enraizado en características del sistema financiero global, es natural concluir que estos esfuerzos de orden nacional no son suficientes para enfrentarla. Sin embargo, al atenuar la sensación de urgencia, la relativa mejoría de la situación financiera global percibida luego de la superación del momento más grave de la crisis brasileña, a comienzos de 1999, contribuyó a retrasar las discusiones acerca de los cambios requeridos en el plano internacional, reforzando en cambio el sesgo hacia la recomendación de mecanismos defensivos de orden nacional como los que se acaban de señalar. Posiblemente, fenómenos más recientes como la crisis en Turquía vuelvan a colocar algunas de estas cuestiones en primer plano.

Como ya se indicó, se han registrado ciertos progresos en lo que algunos autores denominan “reforma marginal” de la arquitectura financiera internacional, que incluye cuestiones como la generación de más y mejor información y mejoras en la supervisión y regulación bancaria, mientras que en el terreno de las ideas y acciones sustantivas de orden global para la regulación de los flujos de capital, la provisión oportuna de liquidez internacional en magnitudes adecuadas y en condiciones apropiadas, y en lo que se refiere al establecimiento de procedimientos para el tratamiento ordenado de situaciones de incumplimiento, recibieron bastante menos atención, en particular por parte de los representantes del mundo desarrollado.

Todas las acciones de carácter nacional que acaban de señalarse tienen importantes costos, que recaen sobre las economías nacionales que procuran por estas vías protegerse del contagio o de la volatilidad de los capitales.

Es de suponer que estos costos podrían declinar sensiblemente si la volatilidad de los flujos financieros pudiese reducirse como resultado de acciones de reforma coordinadas a nivel mundial, del tipo de las que se han sugerido más arriba. Por otra parte, cabe también mencionar, aunque es tema para otro trabajo, que parece haber un importante espacio para lograr avances significativos en el mismo sentido mediante acciones de coordinación y cooperación monetaria y financiera en el plano regional.

De este modo, el proceso de internacionalización financiera en curso entraría en mejor sintonía con el crecimiento económico del mundo subdesarrollado, lo que no ha sucedido hasta el momento, según las evidencias disponibles. Una mayor presencia de la Argentina y de las naciones en desarrollo en los debates internacionales sobre la nueva arquitectura financiera, y una mayor representación de las mismas en los correspondientes foros internacionales son objetivos que probablemente merezcan el despliegue de una mayor voluntad política que la ejercida hasta el presente.