

José A. Alonso
"Lecciones sobre economía mundial"
Parte VIII

LECCIÓN 12

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Francisco Maeso

A lo largo de las últimas tres décadas se ha producido una expansión notable de los mercados financieros internacionales, que, además, han experimentado importantes cambios como consecuencia de un proceso continuado de innovación financiera. ¿Cuáles son las tendencias que impulsan ese proceso de globalización financiera? ¿Qué ventajas y riesgos incorpora para la economía de un país los procesos de liberalización financiera? ¿Qué factores están detrás de las sucesivas crisis financieras que han sacudido la economía internacional en las últimas dos décadas? ¿Cuáles son los fundamentos de los planes de ajuste defendidos por el FMI y cuáles son sus efectos? ¿Qué propuestas existen de reforma del sistema monetario internacional? Estas son algunas de las cuestiones a las que pretende responder la presente Lección.

1. Introducción: panorámica general

El sistema monetario internacional es el marco general que define las condiciones en las que se producen los flujos financieros entre agentes económicos situados en distintas naciones. Son tres los niveles que configuran dicha estructura: en primer lugar, la relación existente entre las monedas nacionales, es decir, el régimen de tipo de cambio; en segundo lugar, las instituciones, públicas y privadas, que van a participar y regular el intercambio de monedas; y, en tercer lugar, las transacciones financieras internacionales, que van a determinar hasta qué punto los dos niveles anteriores influyen en la actividad económica de las naciones.

El intercambio financiero internacional incrementa el bienestar social de una forma relativamente similar al comercio de bienes y servicios. Por un lado permite que los fondos ahorrados se sitúen allí donde se pueden usar con una mayor rentabilidad o eficiencia; por otro, posibilita reducir el nivel de riesgo de una cesta de inversiones, al diversificar el tipo de rango de activos en los que puede materializarse. Las grandes diferencias entre los intercambios financieros y el comercio de bienes y servicios estriban en el carácter intertemporal de las transacciones financieras (se cambia capacidad de gasto hoy a cambio de su devolución en el futuro), la rapidez con que se producen los intercambios y el fuerte impacto que las alteraciones de esos flujos tienen en la actividad económica real.

El resto del tema está organizado en seis epígrafes adicionales a esta introducción. El siguiente epígrafe analiza los determinantes de la globalización financiera. En el tercero se estudian las características básicas de los mercados financieros actuales. El cuarto define y analiza las principales crisis financieras que se han sucedido desde 1980, prestando especial atención al papel jugado por los mercados financieros internacionales y por las instituciones internacionales. El quinto se centra en las peculiaridades de los planes de ajuste del Fondo Monetario Internacional y en las medidas adoptadas para reducir la deuda externa de los países más pobres. En el sexto se indaga en la relación existente entre la globalización financiera y la necesidad de reformar o actualizar las instituciones financieras internacionales. Finalmente, se recapitula sobre lo expuesto a lo largo de la Lección.

2. Determinantes de la globalización financiera

El proceso de globalización financiera actual tiene uno de sus puntos de origen en la aparición a lo largo de los años sesenta de los centros financieros internacionales, que surgieron como consecuencia de las diferencias entre las legislaciones nacionales: las empresas financieras, particularmente la banca, trataron de instalarse allí donde menos trabas tenían para operar. Surgieron así una serie de centros financieros internacionales especializados en operar con instrumentos financieros denominados en una moneda diferente de la emitida por el país en el que se ubica (por ejemplo, un depósito de yenes efectuado en Nueva York o un préstamo en euros realizado en Londres).

Las crisis del petróleo de 1973 y 1979 supusieron el lanzamiento definitivo de estos mercados: los países productores de petróleo depositaron sus excedentes en los mercados financieros internacionales y los bancos prestaron esos fondos a agentes públicos y privados de países en desarrollo (véase el epígrafe 4.1). Esta labor de intermediación se ha visto potenciada a lo largo del tiempo por factores micro y macroeconómicos.

Desde la perspectiva microeconómica, el proceso de globalización es propiciado por una doble tendencia: la supresión de las diferencias y barreras legislativas existentes entre los diferentes países y la creciente similitud de trato entre las distintas entidades dentro de un país. La ruptura de compartimentos estancos y la internacionalización de las compañías financieras han realzado la importancia del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), ya que esta institución constituye el foro en el que sus miembros elaboran y aprueban por consenso las normas y reglamentos que regulan buena parte del funcionamiento diario de las entidades financieras, especialmente bancarias (véase el Recuadro 1). Desde la perspectiva macroeconómica, la creciente libertad de movimientos de capital, particularmente impulsada por el FMI en los países en desarrollo, ha

contribuido a que la gl
planeta.

Junto con los cambio
lógico, en particular el a
globalización financiera.
en la velocidad de transi
de operaciones, entre ot
financieras internaciona

DE LA BANCA

La banca internacion
atrás. Siguiendo la termi
con este término se defir
ría que capta ahorros en
ello se ilustra en la prime
tercera ilustran unas tra
segundo caso un depósi
la compañía matriz y de
tranjera (en el ejemplo, e
te local. El tercer caso il
sis del petróleo (obviame
co y España). La matri
suponemos se realiza a t
podemos imaginar un b
sede de Londres un depé
presta nuevamente a un j
hay (al menos) una tran
captar un depósito en un
captar depósitos o conce
la entidad financiera (ca

Los casos 4 y 5 corres
que capta fondos en un m
mismo mercado. Es decir
ción más sencilla se ilust
como si fuera un banco lo
do, también entra dentro
de un ciudadano español
en la filial extranjera de u
cano, propiedad del BBV
ciudadano español deposti
y a su vez el banco transfi
que en este caso es el BBV
teriza, mientras que en el

afes adicionales a esta in-
minantes de la globaliza-
cterísticas básicas de los
y analiza las principales
, prestando especial aten-
internacionales y por las
en las peculiaridades de
cional y en las medidas
países más pobres. En el
lobalización financiera y
ciones financieras inter-
puesto a lo largo de la

contribuido a que la globalización financiera alcance a buena parte del planeta.

Junto con los cambios en las políticas económicas, el desarrollo tecnológico, en particular el avance de las telecomunicaciones, ha propiciado la globalización financiera. La interconexión de los mercados, el incremento en la velocidad de transmisión de datos y sistemas más fiables de registro de operaciones, entre otros factores, han permitido que las transacciones financieras internacionales sean tan seguras como las nacionales.

RECUADRO 1

DE LA BANCA INTERNACIONAL A LA BANCA GLOBAL

La banca internacional tiene una larga historia que se remonta siglos atrás. Siguiendo la terminología del BIS (BIS Quarterly Review, marzo 2002) con este término se define la actividad desarrollada por una entidad bancaria que capta ahorros en un país para canalizarlos a otro. El caso más sencillo se ilustra en la primera línea del cuadro. También las líneas segunda y tercera ilustran unas transacciones que entran en esta categoría. Así, en el segundo caso un depósito es captado en el mercado doméstico (España) por la compañía matriz y depositado directa o indirectamente en una filial extranjera (en el ejemplo, en México), que a su vez presta el dinero a un cliente local. El tercer caso ilustraría la situación que se produjo durante las crisis del petróleo (obviamente habría que utilizar otros países en vez de México y España). La matriz recibe un depósito de un cliente mexicano que suponemos se realiza a través de un tercero (durante la crisis del petróleo, podemos imaginar un banco de origen norteamericano que recibe en su sede de Londres un depósito de dólares desde Arabia Saudí); ese dinero se presta nuevamente a un prestatario mexicano. En estos tres primeros casos hay (al menos) una transacción financiera internacional que implica bien captar un depósito en un mercado para prestar en otro (casos 1 y 2) bien captar depósitos o conceder préstamos de residentes en países distintos de la entidad financiera (caso 3).

Los casos 4 y 5 corresponden al concepto de banca global, que es aquella que capta fondos en un mercado extranjero para financiar operaciones en ese mismo mercado. Es decir, que se dedica a servir al mercado local. La situación más sencilla se ilustra en el cuarto caso, donde la filial bancaria opera como si fuera un banco local. El caso 5, a pesar de su similitud con el segundo, también entra dentro del concepto de banca global. Aquí se recoge el caso de un ciudadano español (persona física o jurídica) que deposita sus ahorros en la filial extranjera de un banco español; por ejemplo, en el Banespa mexicano, propiedad del BBVA. La diferencia con el caso 2 estriba en que aquí el ciudadano español deposita sus ahorros en una oficina del BBVA en España y a su vez el banco transfiere los fondos a su filial mexicana. La clave está en que en este caso es el BBVA el que asume el riesgo de la operación transfronteriza, mientras que en el caso 5 es el propio ahorrador.

ra

tiene uno de sus puntos
enta de los centros finan-
uencia de las diferencias
ancieras, particularmen-
s trabas tenfan para ope-
internacionales especia-
enominados en una mo-
e ubica (por ejemplo, un
préstamo en euros reali-

on el lanzamiento defini-
petróleo depositaron sus
males y los bancos pres-
de países en desarrollo
in se ha visto potenciada
económicos.

ceso de globalización es
de las diferencias y ba-
fses y la creciente simili-
e un país. La ruptura de
ón de las compañías fi-
le Pagos Internacionales
ión constituye el foro en
enso las normas y regla-
nto diario de las entida-
l Recuadro 1). Desde la
l de movimientos de ca-
países en desarrollo, ha

Recuadro 1. (continuación)

CUADRO.—Formas de obtención de activos bancarios extranjeros. Modos en que un banco con sede en España puede financiar a un cliente en México

Tipo de banca	Residente en España	Operación transfronteriza	Residente en México
1. Internacional	Ahorrador → Depósito → Sede	Préstamo →	→ → → → → → → Prestatario
2. Internacional	Ahorrador → Depósito → Sede	Depósito →	Filial → Préstamo → Prestatario
3. Internacional		Sede ← Depósito Préstamo →	← ← ← ← ← ← ← Ahorrador → → → → → → → Prestatario
4. Global			Depósito ← Ahorrador Filial Préstamo → Prestatario
5. Global	Ahorrador → → → → → → →	Depósito →	Filial → Préstamo → Prestatario

Nota: La operación transfronteriza hace referencia al paso de flujos monetarios entre España y México, ya sea directamente o a través de un mercado tercero (por ejemplo, vía Londres).

3. Evolución de los mercados financieros internacionales

Una aproximación al proceso de globalización la ofrece el análisis de los flujos de cartera y los flujos de inversión directa extranjera (cuadro 1). Como se puede observar, tanto los flujos brutos (entradas más salidas) como los netos (entradas menos salidas) han crecido fuertemente desde 1970. No obstante, el incremento espectacular en términos brutos de la Inversión Directa Extranjera (IDE) en los principales países industrializados queda minimizado si se compara con el incremento de los flujos bru-

CUADRO 1.—Principales países industrializados: flujos brutos y netos de inversión directa y en cartera (millardos de \$)

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2003
Flujos brutos (entradas más salidas)								
IDE	14,5	34,3	82,8	75,9	283,2	369,0	1.452,0	489,2
I. en cartera	5,3	27,1	60,9	233,4	329,6	764,3	1.785,6	1.646,9
Flujos netos (entradas menos salidas)								
IDE	-4,1	-9,9	-8,1	-12,7	-59,6	-83,2	14,9	-200,5
I. en cartera	1,4	8,5	16,0	25,0	41,4	186,5	279,2	531,7

Nota: Los principales países industrializados son EE.UU., Japón, Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y Canadá.

Fuente: FMI (1998): International Capital Markets, p. 187. FMI (2001, 2004): Balance of Payments Statistics.

tos de inversión en carteración y ampliación

Desde el punto de vista internacional, el principio de los no residentes (básicamente, dos de inversiones), que internacionales. Este tipo de inversión en activos financieros se expone a los flujos de cartera se exponen inversores institucionales hacia mercados for-

La pérdida del papel como intermediarias en la progresiva cación en el análisis del riesgo y ofrece un alto grado de son compañías privadas países, asignando nota: esta forma se facilita recurrir a la intermedi-

Precisamente, la co de las causas que han ll y setenta se desarrolló ochenta se produce un co 1 muestra esa evolu dos que operan con el ochenta el predominio activos (es decir, presta damente había sido cor les. Sin embargo, en 20 que demuestra el esfu implantarse en los mer

La década de los no importancia que han a para todos los países cc ses en desarrollo, que c restringido, han podidc la importancia que har surgido una denominac aquellos países en desa mente desarrollados co versores de países desa

Los extranjeros. Modos de financiar



Internacionales

la ofrece el análisis de a extranjera (cuadro 1). (entradas más salidas) cido fuertemente desde términos brutos de la les países industrializa- nento de los flujos bru-

Flujos brutos y netos

1990	1995	2000	2003
283,2	369,0	1.452,0	489,2
329,6	764,3	1.785,6	1.646,9
-59,6	-83,2	14,9	-200,5
41,4	186,5	279,2	531,7

nanía, Francia, Italia, Reino Uni- (2004): Balance of Payments Sta-

tos de inversión en cartera, que expresa muy nítidamente el proceso de integración y ampliación de los mercados financieros internacionales.

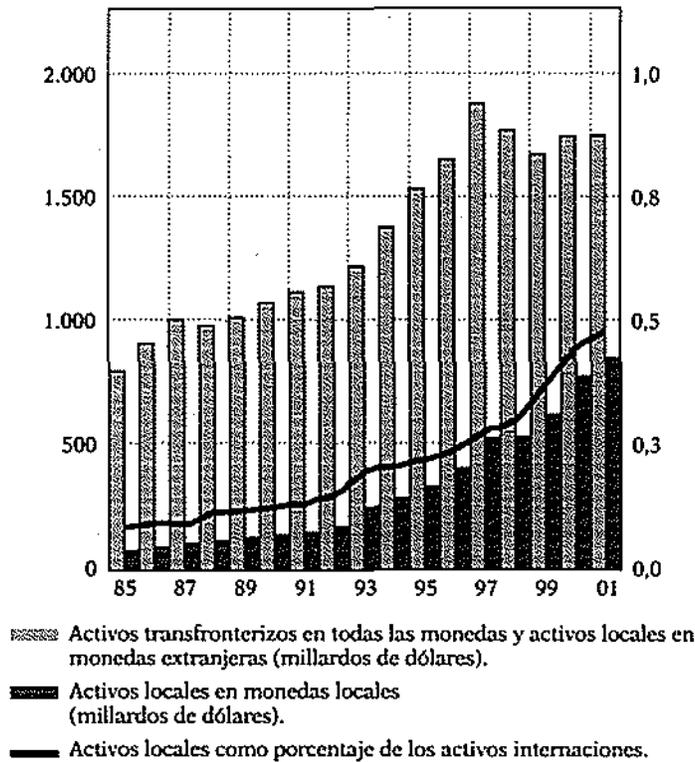
Desde el punto de vista de qué agentes gestionan los flujos financieros internacionales, el principal cambio experimentado, especialmente a partir de principios de los noventa, ha sido la aparición de los inversores institucionales (básicamente, compañías de seguros, fondos de pensiones y fondos de inversiones), que comparten protagonismo con los grandes bancos internacionales. Este tipo de agentes se dedica a acumular el ahorro de sus inversores y tratan de rentabilizar los fondos acumulados a través de la inversión en activos financieros. El crecimiento en términos brutos de los flujos de cartera se explica por el papel y tamaño que han adquirido estos inversores institucionales y por su tendencia a canalizar parte de sus fondos hacia mercados foráneos.

La pérdida del papel tradicional que las entidades bancarias tenían como intermediarias entre el ahorro y la inversión tiene su principal explicación en la progresiva conformación de un sistema de calificación, con análisis del riesgo y del rendimiento, de las emisiones de deuda, lo que ofrece un alto grado de garantía al inversor. Las agencias de calificación son compañías privadas que evalúan las emisiones de deuda de empresas y países, asignando notas que tienen en cuenta el riesgo de cada emisión. De esta forma se facilita la toma de decisiones del inversor, sin necesidad de recurrir a la intermediación bancaria.

Precisamente, la competencia con los inversores institucionales es una de las causas que han llevado a la banca a globalizarse. Durante los sesenta y setenta se desarrolló la banca internacional, a partir de mediados de los ochenta se produce un crecimiento sostenido de la banca global. El gráfico 1 muestra esa evolución para el caso de los bancos de países desarrollados que operan con clientes de países en desarrollo. A principios de los ochenta el predominio de la banca internacional era evidente: del total de activos (es decir, préstamos) internacionales sólo un 10 por 100 aproximadamente había sido conseguido con la moneda local en los mercados locales. Sin embargo, en 2001 ese porcentaje ya suponía casi el 50 por 100, lo que demuestra el esfuerzo de los bancos de los países desarrollados por implantarse en los mercados en desarrollo.

La década de los noventa presenta como otra gran novedad la mayor importancia que han adquirido los mercados financieros internacionales para todos los países como forma de obtener fondos. Además, algunos países en desarrollo, que o no tenían acceso a estos mercados o éste era muy restringido, han podido acceder a ellos, siendo especialmente significativa la importancia que han adquirido como receptores de IDE. De hecho, ha surgido una denominación especial, *mercados emergentes*, para referirse a aquellos países en desarrollo que tienen mercados financieros suficientemente desarrollados como para ser objeto de atención por parte de los inversores de países desarrollados (normalmente, se trata de países en desa-

GRÁFICO 1.—Activos internacionales de bancos de países desarrollados en países en desarrollo



Fuente: BIS Quaterly Review (marzo 2002).

rollo de renta media o renta baja pero con un gran mercado, como, por ejemplo, China).

La importancia que han alcanzado los mercados emergentes como receptores de flujos de capital internacionales se explica por tres razones fundamentales, dos internas y una externa. En el ámbito interno destacan, por un lado, los procesos de liberalización, tanto comercial como financiera, que han abierto notablemente sus economías y, por otro, su fuerte crecimiento económico, especialmente en el caso de los del Extremo Oriente. Ambos factores han convertido a estos países en lugares atractivos donde invertir. El factor externo que explica los flujos recibidos por los países en desarrollo es la elevada y creciente competencia en los mercados más maduros, que lleva a inversores y empresas financieras a buscar nuevos mercados en los que poder obtener márgenes de beneficio mayores.

PRINCIPALES

Las instituciones de Bretton Woods

El actual sistema monetario internacional se originó en 1944 en Bretton Woods. Desde 1929, la crisis generalizada de las economías de cuñido había obligado a los países a bajar mercados a otros países, lo que suponía un obstáculo a las importaciones profundas, hasta convertir el capitalismo en un sistema de aislamiento en Europa. Con el fin de superar esta situación, los países de Bretton Woods buscaban en los años 30 contactos multilaterales para:

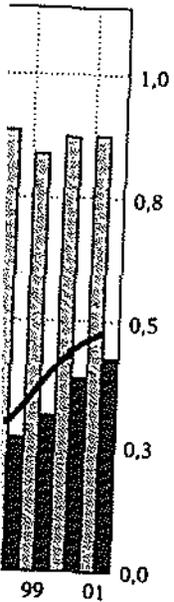
— Estabilizar el sistema monetario internacional con tipos de cambio fijos sujetos al Fondo Monetario Internacional entre éste y el resto de países.

— Facilitar la reconstrucción económica tras la Segunda Guerra Mundial, aparecidos con el fin de crear un organismo internacional encargado de dirigir el grupo Banco Mundial).

— Promover el libre comercio internacional, similar al que existía antes de la guerra, sobre Aranceles y restricciones cuantitativas (véase Lección octava).

El FMI nació para supervisar el sistema monetario internacional y daría capacidad para proporcionar un fondo de emergencia. Cuando un país entra en una crisis, que determina tanto su derecho a utilizar los recursos del FMI como el grado más de lo que en principio control de sus políticas económicas, el FMI ejerce ese control sobre las políticas económicas del país. Así pues, el FMI es un organismo internacional que presta servicios de asesoramiento y supervisión económica.

de países desarrollados



y activos locales en

internaciones.

an mercado, como, por

os emergentes como re-
 xplica por tres razones
 mbito interno destacan,
 mercial como financie-
 por otro, su fuerte cre-
 os del Extremo Oriente.
 gares atractivos donde
 bidos por los países en
 los mercados más ma-
 s a buscar nuevos mer-
 cado mayores.

RECUADRO 2

PRINCIPALES INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES

Las instituciones de Bretton Woods

El actual sistema monetario internacional es heredero del que se creó en 1944 en Bretton Woods y está inspirado por la experiencia de la crisis de 1929. La caída generalizada del PIB llevó a los gobiernos de la época a políticas económicas de cuño nacionalista: devaluaciones competitivas para arrebatar mercados a otros países y elevación de aranceles, imponiendo grandes obstáculos a las importaciones. De esta forma la crisis inicial se hizo más profunda, hasta convertirse en la mayor, con diferencia, de la historia del capitalismo. Una consecuencia sociopolítica de la crisis fue el ascenso del fascismo en Europa. Con estos precedentes, los creadores del Sistema de Bretton Woods buscaban crear una serie de foros internacionales para mantener contactos multilaterales y conseguir:

- Estabilizar el sistema monetario internacional, creándose un sistema de tipos de cambio fijos supervisado por una institución internacional (el Fondo Monetario Internacional) y basado en la doble ligazón entre el oro y el dólar y entre éste y el resto de monedas.
- Facilitar la reconstrucción económica de los países destruidos por la Segunda Guerra Mundial y el desarrollo de los nuevos países independientes aparecidos con el fin del colonialismo, creándose como institución multilateral encargada el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (parte del grupo Banco Mundial).
- Promover el libre comercio, para lo que se pretendió crear un organismo internacional similar a los dos anteriores, instituyéndose el Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (el GATT) al no conseguirse el objetivo inicial (véase Lección octava).

El FMI nació para supervisar el sistema de paridades ajustables y tenía capacidad para prestar dinero a los países miembros. Sus recursos los obtiene de un fondo común de oro y divisas aportado por sus miembros. Cuando un país entra a formar parte de la institución se le asigna una cuota, que determina tanto su contribución al fondo común de reservas como su derecho a utilizar los recursos del Fondo. Los países pueden pedir prestado más de lo que en principio les correspondería, pero sólo bajo el estricto control de sus políticas económicas por parte del Fondo. El nombre de ese control sobre las políticas macroeconómicas de los países miembros fuertemente prestatarios de los recursos del Fondo es el de *condicionalidad*. Así pues, el FMI financia, sobre todo, programas de ajuste macroeconómico.

RECUADRO 2 (continuación)

Porcentaje de votos en el FMI (marzo de 2005)			
EE.UU.	17,14	Holanda	2,39
Japón	6,15	Bélgica	2,13
RFA	6,01	India	1,93
Francia	4,96	Suiza	1,61
Reino Unido	4,96	Australia	1,50
Italia	3,26	España	1,42
Arabia Saudí	3,23	Brasil	1,41
Canadá	2,95	Venezuela	1,24
China	2,95	México	1,20
Rusia	2,75	Suecia	1,12
Total 20 primeros			70,31
Total UE (25)			31,97
Total países desarrollados (36)			64,46

Nota: El grupo de países desarrollados incluye a todos los miembros de la UE.

El FMI ha aumentado paulatinamente su ámbito de actuación, particularmente a partir de la crisis de la deuda de los años ochenta. En primer lugar, ampliando el rango de políticas a las que condiciona sus préstamos; y, en segundo lugar, diversificando el ámbito de sus actuaciones, en gran medida como consecuencia de su implicación protagonista en los procesos de transición de economías planificadas a economías de mercado en los países de Europa Central y del Este.

El Banco Mundial agrupa a dos instituciones: el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y la Asociación Internacional de Fomento (AIF). El Banco Mundial actúa como un intermediario financiero sin ánimo de lucro, y sus accionistas son países que obligatoriamente deben ser miembros del FMI. El BIRF se creó con el objetivo de financiar la reconstrucción de los países afectados por la Segunda Guerra Mundial y de promover el desarrollo de los países del Tercer Mundo. La AIF proporciona préstamos sin interés a muy largo plazo a los países más pobres del mundo. Los fondos prestados por la AIF provienen de las contribuciones de los países ricos y de las amortizaciones de créditos previos. En cambio, la mayor parte de los fondos del BIRF se captan mediante emisiones en los mercados internacionales.

El Grupo del Banco Mundial está constituido por los dos organismos anteriores y tres más: la Corporación Financiera Internacional (cuyas siglas en inglés son IFC), el Grupo Internacional para el Arreglo de Disputas de Inversión (ICSID) y el Organismo Internacional de Garantía de Inversiones (MIGA). Estas tres instituciones tienen como objetivo la promoción de la inversión directa extranjera en los países en desarrollo. La IFC opera cofinanciando proyectos de inversión, el desarrollo de los mercados de capitales y proporcionando asesoría técnica a gobiernos y agentes privados. El ICSID está especializado en solventar disputas entre los gobiernos y los inversores privados. Finalmente, la MIGA se centra en asegurar las inversiones contra riesgos no comerciales (casos de guerra civil, expropiación sin compensación, etc.).

Los bancos regionales d

Siguiendo el esquema de los bancos multilaterales con un número más importantes son el Banco de Desarrollo, el Banco de Construcción y Fomento y el Fondo de Inversión del Centro y Este de la Unión de Repúblicas So

El Banco de Pagos Inter

El Banco de Pagos Internacionales (BIS) fue fundado en 1930 por los gobiernos de Alemania, Francia, Reino Unido, Estados Unidos y Suecia para promover la cooperación en el campo de las finanzas internacionales para las ope

El capital del BIS está formado por los países miembros (países). Sus funciones básicas son la cooperación monetaria internacional, la emisión de monedas, el mantenimiento de comités permanentes de expertos financieros para manejar los casos de acuerdos de financiación y el estudio y entendimiento de las finanzas internacionales y la publicación de estudios.

4. Crisis financieras

El concepto de crisis financieras se refiere a una situación de graves problemas económicos. Aquí se refieren al origen en los mercados financieros (de divisas) o se inician con crisis de términos que acaban por repetirse. Se distinguen tres tipos de crisis de divisas: tres tipos de crisis se pueden distinguir dos o las tres de los tipos de crisis coinciden en términos de caída de divisas.

Se puede definir una crisis de divisas como una situación fuerte de la moneda que se prolonga por un período de tiempo relativamente corto. Esta definición puede tener éxito en la explicación de las convenciones en el mercado d

2005)	
	2,39
	2,13
	1,93
	1,61
	1,50
	1,42
	1,41
	1,24
	1,20
	1,12
	70,31
	31,97
	64,46

de la UE.

de actuación, particular-
henta. En primer lugar,
sus préstamos; y, en se-
ciones, en gran medida
los procesos de transi-
do en los países de Eu-

Banco Internacional de
ternacional de Fomen-
ario financiero sin áni-
toriamente deben ser
de financiar la recons-
ra Mundial y de pro-
La AIF proporciona
nas pobres del mundo.
tribuciones de los paí-
En cambio, la mayor
iones en los mercados

s dos organismos ante-
nal (cuyas siglas en in-
Disputas de Inversión
Inversiones (MIGA).
ción de la inversión di-
ra cofinanciando pro-
capitales y proporcio-
El ICSID está especia-
s inversores privados.
nes contra riesgos no
impensación, etc.).

RECUADRO 2 (continuación)

Los bancos regionales de desarrollo

Siguiendo el esquema del Banco Mundial han surgido diversas instituciones multilaterales con un ámbito geográfico de actuación más reducido. Los más importantes son el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Africano de Desarrollo, el Banco Asiático de Desarrollo y el Banco Europeo de Reconstrucción y Fomento (que opera en los antiguos países de economía planificada del Centro y Este de Europa más los resultantes de la división de la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas).

El Banco de Pagos Internacionales

El Banco de Pagos Internacionales o Bank for International Settlements (BIS) fue fundado en 1930, con sede en Suiza, para gestionar los pagos compensatorios de Alemania derivados de la Primera Guerra Mundial y para promover la cooperación entre los bancos centrales, proporcionando facilidades adicionales para las operaciones financieras internacionales.

El capital del BIS está suscrito por bancos centrales (actualmente de 45 países). Sus funciones básicas son las de servir como foro para la cooperación monetaria internacional, organizando reuniones periódicas y manteniendo comités permanentes; proporcionar a los bancos centrales servicios financieros para manejar sus reservas exteriores y facilitar la puesta en práctica de acuerdos de financiación internacional; y contribuir a un mejor entendimiento de las finanzas internacionales, de los mercados y de las interacciones de las políticas monetarias nacionales (recopilando información y publicando estudios).

4. Crisis financieras

El concepto de crisis financiera engloba una amplia categoría de fenómenos económicos. Aquí el análisis se centra en aquellos que o tienen su origen en los mercados financieros internacionales (incluyendo como tal al de divisas) o se inician como consecuencia de problemas económicos internos que acaban por repercutir en la moneda nacional. En este contexto se distinguen tres tipos de crisis: cambiaria, bancaria y de deuda. Estos tres tipos de crisis se pueden producir de forma aislada o conjunta. Cuando coinciden dos o las tres simultáneamente, los costes económicos (medidos en términos de caída del PIB y pérdidas de empleo) son enormes.

Se puede definir una *crisis cambiaria* como una depreciación o devaluación fuerte de la moneda nacional en un período de tiempo relativamente corto. Esta definición es, sin embargo, restrictiva. Las autoridades pueden tener éxito en la defensa de su moneda, ya sea gracias a sus intervenciones en el mercado de divisas, por subidas en los tipos de interés o

por cambios en sus políticas macroeconómicas. Consiguientemente, una definición más amplia sería la de considerar que se produce una crisis cambiaria cuando la moneda nacional se ve sometida a fuertes presiones vendedoras en el mercado, obligando a cambiar las políticas económicas del gobierno. Si ese cambio no se produce o resulta insuficiente, la crisis cambiaria se materializará en la pérdida abrupta de valor de la moneda.

Una *crisis bancaria* se desencadena cuando una parte importante del sistema financiero nacional se vuelve insolvente. Una crisis bancaria no implica necesariamente que se vaya a producir una crisis cambiaria o viceversa; sin embargo, muchas veces ambas aparecen unidas, siendo el detonante de la crisis bancaria una cambiaria. Esta situación se da cuando el sistema financiero nacional ha recurrido a los mercados internacionales para financiar operaciones con moneda nacional, ya que el endeudamiento en divisas agudiza la sensibilidad del sistema financiero a los vaivenes del tipo de cambio nominal.

Una *crisis de deuda* implica la incapacidad de hacer frente al pago de compromisos adquiridos en divisas y puede adoptar dos variedades: de liquidez o de solvencia. En el primer caso, la escasez de moneda extranjera es temporal, es decir, la estructura productiva del país es capaz de generar en un futuro próximo recursos suficientes para reembolsar a los prestamistas internacionales. En el segundo caso existe una incapacidad estructural para hacer frente a los pagos en divisas del servicio (intereses más amortizaciones) de la deuda. La disyuntiva que se plantea es que, muchas veces, no se puede distinguir fácilmente si el problema es de liquidez o de solvencia.

Conviene señalar que no existe una relación directa entre una crisis de deuda y una cambiaria: se puede producir una sin la otra o, alternativamente, una crisis de deuda puede preceder a una cambiaria o ser consecuencia de ella. Por ejemplo, los residentes de un país pueden haberse endeudado en el exterior de una forma relativamente prudente, pero un acontecimiento exterior inesperado (una caída en el precio de sus principales productos de exportación) puede convertir en excesivo ese endeudamiento. Igualmente, un desplome en el valor de la moneda puede transformar en imposible el cumplimiento de unos compromisos de pagos en divisas que hasta ese momento eran soportables.

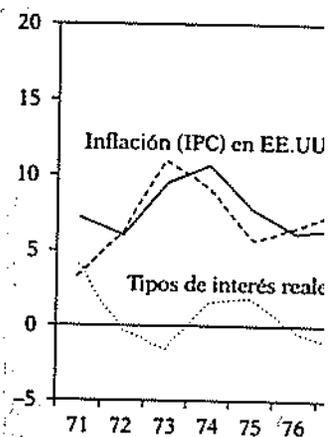
4.1. LA CRISIS DE LA DEUDA

La subida del precio del petróleo en 1973 generó un gran superávit por cuenta corriente en los principales productores de petróleo. Estos excedentes fueron colocados en forma de depósitos en los mercados financieros internacionales. La crisis económica en los países desarrollados, consecuencia del alza en el precio del petróleo, limitó las oportunidades que tenían los grandes bancos internacionales de prestar a los residentes de esos países. Sin embargo, muchos países en desarrollo, que o se vieron poco afectos

por esa subida del petróleo, particularmente los latinoamericanos. Eran ventajosas, ya que los tipos de interés eran bajos o incluso negativos.

La segunda crisis del petróleo (de 13 \$ en 1978 a 32 \$ en 1980) provocó una grave crisis económica en los países productores de petróleo en desarrollo. La gran devaluación de la política monetaria en la reducción de la inflación nominal subieron fuertes reales.

GRÁFICO 2.—Tipo de interés real



Fuente: BANCO MUNDIAL (1995): 1. Monetario Internacional: Estadística

La subida de los tipos de interés real de los países endeudados: en primer lugar, en segundo lugar, incrementó los tipos de interés reales antiguos, ya que éstos se incrementaron en tercer lugar, esos altos tipos de interés real de la devaluación del dólar, encarecieron el costo del crédito exterior.

Consiguientemente, una crisis se produce cuando se enfrenta a fuertes presiones las políticas económicas. Si la oferta es insuficiente, la crisis se da cuando el valor de la moneda.

Una parte importante del problema es una crisis bancaria o una crisis cambiaria o viceversa en las unidades, siendo el detonante la situación se da cuando el mercado internacional de divisas que el endeudamiento financiero a los vaivenes del

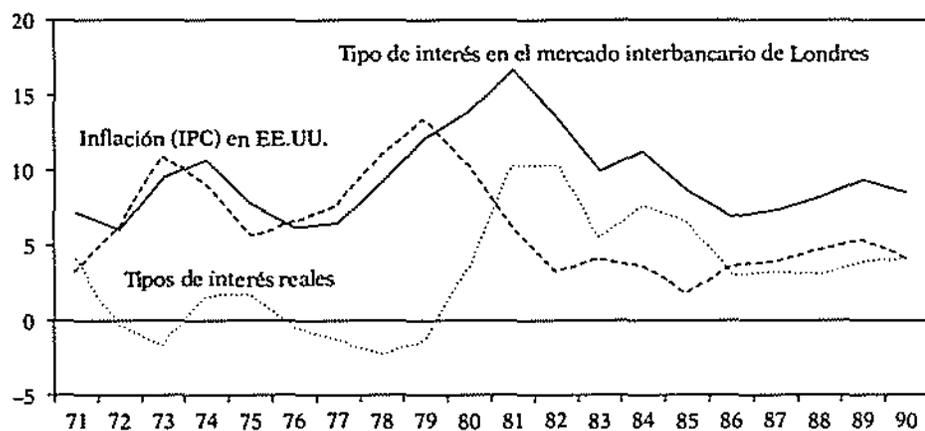
hacer frente al pago de las deudas en dos variedades: de liquidez y de moneda extranjera. Un país es capaz de generar divisas o embolsar a los prestadores de una incapacidad estructural de servicio (intereses más altos) plantea es que, muchas veces el problema es de liquidez o de

relación entre una crisis de liquidez y la otra o, alternativa-mente, cambiaria o ser consecuencia de haberse enfrentado prudente, pero un exceso de endeudamiento puede transformarse en divisas de pagos en divi-

tados por esa subida del precio del petróleo o se beneficiaron de ella, estaban inmersos en procesos de desarrollo, para lo que necesitaban recurrir al ahorro exterior. De esta forma el superávit de los países exportadores de petróleo, particularmente los de Oriente Medio, se canalizó a través del sistema financiero internacional a los países en desarrollo, particularmente los latinoamericanos. Esta financiación la consiguieron en condiciones ventajosas, ya que los tipos de interés reales de los préstamos en dólares eran bajos o incluso negativos.

La segunda crisis del petróleo en 1979 triplicó los precios del petróleo (de 13 \$ en 1978 a 32 \$ en 1980) y sumió a los países industrializados en una grave crisis económica, que conjugaba fuertes caídas en el PIB y alta inflación. El ciclo descrito en la primera crisis se repitió: el superávit de los productores de petróleo se canalizó vía intermediarios a múltiples países en desarrollo. La gran diferencia con la primera crisis la marca el cambio en la política monetaria de los Estados Unidos: esta vez el énfasis se puso en la reducción de la inflación. Consiguientemente, los tipos de interés nominales subieron fuertemente, elevándose también los tipos de interés reales.

GRÁFICO 2.—Tipo de interés de préstamos en dólares e inflación en EE.UU.



Fuente: BANCO MUNDIAL (1995): Las perspectivas económicas globales y los países en desarrollo. Fondo Monetario Internacional: Estadísticas Financieras Internacionales, varios volúmenes.

La subida de los tipos de interés afectó de tres maneras a los países endeudados: en primer lugar, aumentó el coste de los nuevos préstamos; en segundo lugar, incrementó el coste de una gran parte de los préstamos antiguos, ya que éstos se habían contratado a tipos de interés variable; y en tercer lugar, esos altos tipos de interés generaron una fuerte apreciación del dólar, encareciéndose así notablemente el servicio de la deuda exterior.

Un gran superávit por petróleo. Estos excedentes en los mercados financieros desarrollados, consecuentemente, se vieron poco afecto

Las posibilidades de los países en desarrollo de obtener divisas mediante la exportación se redujeron notablemente entre 1978 y 1982. El impacto de la segunda crisis del petróleo y las políticas antiinflacionistas generaron una crisis económica profunda en los países desarrollados, principales clientes de los países en desarrollo. Simultáneamente y como consecuencia de la recesión, se incrementaron notablemente las barreras al comercio en los países industrializados.

Los países en desarrollo acumulaban un endeudamiento de 90 millardos de dólares en 1972, cifra que alcanzó en 1981 el valor de 462 millardos de dólares. En agosto de 1982 México anunció que sus reservas oficiales de divisas estaban agotadas. A México pronto se le unieron otros países, especialmente latinoamericanos, en parte por sus propios problemas y en parte porque los bancos prestamistas se negaron a renovarles los créditos tras el anuncio de México. Se iniciaba de esta forma una crisis que por su magnitud y origen aún se denomina la crisis de la deuda.

Las soluciones a esta crisis no se presentaron de forma rápida ni sencilla. Inicialmente se diagnosticó como una crisis de liquidez, por ello las primeras propuestas que se plantearon no prevenían la condonación de la deuda sino, más bien, su reestructuración (mantenimiento del pago de los intereses y reajuste de los plazos de devolución del principal), con la esperanza de que los países deudores serían capaces de devolver todo en un futuro próximo. Al tiempo, muchas entidades financieras, particularmente norteamericanas, habían prestado grandes cantidades a estos países, de forma que su impago hubiera supuesto un serio perjuicio para ellas o incluso su quiebra, por lo que reclamaron que la deuda se mantuviera viva en su totalidad. Los acontecimientos demostraron que lo que realmente ocurría era una crisis de solvencia, de ahí que se planteara en 1988, una vez que las entidades prestamistas habían reducido notablemente su exposición, la posibilidad de condonar parte de los préstamos (en el llamado Plan Brady). A partir de 1996 la deuda exterior entró en una nueva fase al ponerse en marcha la Iniciativa para los Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC en siglas inglesas).

En la resolución de la crisis jugaron un papel primordial los Estados Unidos y el FMI. El primero porque los países afectados pertenecían a su área de influencia y, además, las entidades financieras más perjudicadas eran norteamericanas. El segundo porque fue la institución que, junto al Banco Mundial, suministró las divisas que necesitaban los países endeudados para hacer frente a los pagos más inmediatos, por la tarea de coordinación que realizó respecto al conjunto de países acreedores y por los planes de ajuste macroeconómico que diseñó para los países afectados y que éstos debían cumplir si querían recibir nuevos fondos. Los efectos sociales en los países latinoamericanos de esos programas de ajuste fueron elevados: crecimiento de la pobreza y de la desigualdad, en un entorno de bajo crecimiento.

La crisis de la deuda de los prestamistas aceptar donación se realizó, básicamente, alargando sus préstamos en bonos que secundario (debido a que gobiernos pueden adquirir valente a una reducción blema del endeudamiento, te, los más pobres— la crisis para sus posibilidades para las finanzas internacionales riesgo en que incurría transfronterizas.

4.2. LA CRISIS MEXICANA

La mitigación de los efectos económicos de la crisis permitió que entre 1992 y 1994 Latinoamérica se incrementara saliendo de la crisis económica (Brasil, México y Argentina) debido a un fijo respecto al dólar.

A lo largo de 1994 se vio a México frente al dólar es que se reflejaba en un intenso crecimiento por 100 del PIB en 1994. A lo largo de dicho año y especialmente la inestabilidad política (nacional y extranjeros). Lo que la crisis cambiaría degeneración del gobierno mexicana en dólares y en f. Es decir, se produjo un crecimiento que los tenedores de bonos varlos.

La tremenda devaluación del peso en noviembre de 1995 llevó a un aumento de hasta 7,6 pesos por dólar y los tipos de interés para atraer inversión incrementó los problemas del sistema financiero mexicano por parte de las autoridades se llevó a cabo una reforma estructural.

e obtener divisas median-
: 1978 y 1982. El impacto
inflacionistas generaron
desarrollados, principales
nte y como consecuencia
s barreras al comercio en

udamiento de 90 millar-
el valor de 462 millardos
: sus reservas oficiales de
nieron otros países, espe-
ios problemas y en parte
varles los créditos tras el
crisis que por su magni-
da.

le forma rápida ni senci-
de liquidez, por ello las
an la condonación de la
nimiento del pago de los
l principal), con la espe-
: devolver todo en un fu-
ncieras, particularmente
lades a estos países, de
perjuicio para ellas o in-
uda se mantuviera viva
n que lo que realmente
planteara en 1988, una
notablemente su expo-
éstamos (en el llamado
ró en una nueva fase al
obres Altamente Ende-

primordial los Estados
ctados pertenecían a su
ieras más perjudicadas
nstitución que, junto al
ban los países endeuda-
or la tarea de coordina-
edores y por los planes
es afectados y que éstos
s efectos sociales en los
te fueron elevados: cre-
entorno de bajo creci-

La crisis de la deuda sólo entró en vías de resolución cuando las entida-
des prestamistas aceptaron la condonación de parte de la deuda. Esta con-
donación se realizó, básicamente, de dos formas: reestructurando los prés-
tamos, alargando sus plazos y reduciendo el principal; y convirtiendo los
préstamos en bonos que se podían vender y comprar en un mercado se-
cundario (debido a que estos títulos cotizan con grandes descuentos, los
gobiernos pueden adquirirlos a un valor inferior al nominal, lo que es equi-
valente a una reducción de la deuda). A pesar de haber disminuido el pro-
blema del endeudamiento para muchos países, en algunos —especialmen-
te, los más pobres— la carga de la deuda externa supone un problema se-
rio para sus posibilidades de desarrollo. Además, una de las consecuencias
para las finanzas internacionales es que esta crisis puso de manifiesto el
riesgo en que incurría la banca internacional al financiar operaciones
transfronterizas.

4.2. LA CRISIS MEXICANA DE 1994-95

La mitigación de los efectos de la crisis de la deuda así como el creci-
miento económico de algunos de los países afectados a partir de 1990-91
permitió que entre 1992 y 1994 los flujos privados de capital en dirección a
Latinoamérica se incrementaran notablemente. Una de las estrategias para
salir de la crisis económica que siguieron los principales países de la zona
(Brasil, México y Argentina) fue la elección de un sistema de tipo de cam-
bio fijo respecto al dólar.

A lo largo de 1994 se fue haciendo evidente que la paridad del peso me-
xicano frente al dólar estaba sobrevalorada. La pérdida de competitividad
se reflejaba en un intenso déficit en la balanza de bienes y servicios: un 8
por 100 del PIB en 1994. Las reservas de divisas fueron disminuyendo a lo
largo de dicho año y especialmente en la segunda mitad (debido también a
la inestabilidad política del país, que atemorizó a los inversionistas, nacio-
nales y extranjeros). Lo que en principio iba camino de convertirse en una
crisis cambiaria degeneró en una crisis aguda de liquidez debido a la inca-
pacidad del gobierno mexicano para hacer frente a la deuda exterior (no-
minada en dólares y en forma de títulos) que vencía a principios de 1995.
Es decir, se produjo un cambio en el sentimiento del mercado de tal forma
que los tenedores de bonos del gobierno mexicano se negaron a reno-
varlos.

La tremenda devaluación del peso mexicano (pasó de 3,4 pesos por dó-
lar en noviembre de 1994 a 5,3 pesos por dólar en diciembre de 1994, ca-
yendo hasta 7,6 pesos por dólar en diciembre de 1995) y la subida de los ti-
pos de interés para atraer capitales y evitar que la inflación se desbocase
incrementó los problemas del país. En particular, la práctica totalidad del
sistema financiero mexicano se colapsó, obligando a un costoso rescate
por parte de las autoridades (la crisis del sistema bancario mexicano moti-
vó una reforma estructural de casi todos los sistemas bancarios de Améri-

ca Latina, permitiendo la entrada de bancos extranjeros). La crisis de liquidez del gobierno se resolvió gracias a los fuertes préstamos concedidos por el FMI y el Banco Mundial, así como por el gobierno norteamericano.

Esta crisis tuvo una serie de características que se van a repetir, en mayor o menor medida, en otras. Desde el punto de vista de su génesis fue generada por el mercado al negarse a renovar la deuda, sin que tuviese una relación con el comportamiento macroeconómico del país. Respecto a su resolución, los prestamistas no perdieron nada ya que los fondos proporcionados por el FMI y los otros agentes cubrieron la totalidad de la deuda problemática. Finalmente en relación a sus efectos destaca la intensidad (el PIB cayó un 6 por 100 en 1995) y la corta duración (a partir de ese año México ha crecido a tasas aceptables). De hecho, el gobierno mexicano volvió a obtener financiación suficiente en los mercados internacionales en 1996 (lo que refuerza la idea inicial de que la crisis se debió en parte a los mercados).

4.3. LA CRISIS ASIÁTICA DE 1997

Los países del Sudeste asiático sorprendieron al mundo durante varias décadas por sus tasas de crecimiento elevadas; en 1997 lo sorprendieron de nuevo con una crisis económica profunda. El fuerte y prolongado crecimiento del PIB y la aplicación continuada de políticas macroeconómicas consideradas correctas (baja inflación y reducido déficit público) convirtieron a estos países en grandes receptores de flujos de capital a partir de los primeros años de la década de los noventa. El hecho de que sus monedas mantuviesen un tipo de cambio fijo con el dólar incrementaba el atractivo de estos países, ya que se daba una seguridad implícita a las inversiones o préstamos concedidos.

La crisis se inició cuando a mediados de agosto las autoridades tailandesas decidieron dejar flotar su moneda. De forma muy rápida, los inversores privados internacionales cesaron de prestar o invertir en los países del Sudeste asiático y empezaron a retirar masivamente fondos de esos mercados. A pesar de las intervenciones en los mercados de divisas, en pocas semanas las autoridades se vieron obligadas a dejar flotar sus monedas, que inmediatamente sufrieron fuertes depreciaciones. Esta dinámica se explica por la necesidad percibida por los agentes económicos de que estos países realizasen devaluaciones competitivas para mantener los mercados frente a los competidores que habían devaluado primero y por la sensación de fragilidad de sus sistemas financieros. Las empresas, financieras y no financieras, de estos países se caracterizaban por presentar un elevado endeudamiento, tanto interno como externo. Además, la mayor parte de los préstamos en divisas se realizaron a corto plazo y sin cobertura cambiaria; por tanto, los prestatarios asumían un gran riesgo, en parte por la confianza en el mantenimiento del sistema de tipos de cambio fijos y por su larga trayectoria de crecimiento económico. Las devaluaciones masivas,

las perspectivas de crisis lumen real de las deudas internacionales increment

CUADRO 2.—Deuda exte

Período	Indonesia	Co
Final 1993	171	14
Mitad 1997	182	21

Fuente: BIS (1998): 68th Annu

La existencia de similitud en parte la extensión de la crisis económica se puede apreciar en la apreciación del dólar frente a los pesos de 1995 constituyó un punto de vista micromercados financieros de competencia con un bamiento, tanto del sector exterior, a corto p

La resolución de esta crisis de intensidad y el carácter serio implicado; y la naturaleza del prestatario no era el resultado de las negociaciones, debid

El FMI respondió basándose en el Banco Mundial implicados. La aportación del grado de compromiso por el FMI. El objetivo precedente en la cuenta corriente; a largo plazo se prefiere a esas economías en crisis.

Los programas de ajuste del macroeconómico por políticas monetarias y fis

ajeros). La crisis de liqui-
éstamos concedidos por
erno norteamericano.

se van a repetir, en ma-
ista de su génesis fue ge-
uda, sin que tuviese una
del país. Respecto a su
que los fondos propor-
la totalidad de la deuda
os destaca la intensidad
ción (a partir de ese año
gobierno mexicano vol-
ados internacionales en
s se debió en parte a los

el mundo durante varias
1997 lo sorprendieron de
erte y prolongado creci-
íticas macroeconómicas
éficit público) convirtie-
de capital a partir de los
ho de que sus monedas
crementaba el atractivo
licita a las inversiones o

o las autoridades tailan-
a muy rápida, los inver-
o invertir en los países
amente fondos de esos
cados de divisas, en po-
dejar flotar sus mone-
aciones. Esta dinámica
s económicos de que es-
ra mantener los merca-
lo primero y por la sen-
s empresas, financieras
por presentar un eleva-
emás, la mayor parte de
o y sin cobertura cam-
riesgo, en parte por la
s de cambio fijos y por
devaluaciones masivas,

las perspectivas de crisis económica y la relativa sorpresa al conocer el vo-
lumen real de las deudas en divisas contribuyeron a que los inversores in-
ternacionales incrementaran sus deseos de abandonar estos mercados.

CUADRO 2.—*Deuda externa a corto plazo como porcentaje de las reservas
de divisas*

Período	Indonesia	Corea	Malasia	Filipinas	Tailandia	Período	México
Final 1993	171	148	28	52	89	Final 1992	124
Mitad 1997	182	214	62	88	153	Mitad 1994	173

Fuente: BIS (1998): 68th Annual Report, p. 128.

La existencia de similitudes entre los distintos países puede explicar en parte la extensión de la crisis de unos a otros. Desde un punto de vista macroeconómico se pueden apuntar dos causas comunes: por una parte, la apreciación del dólar frente a las principales monedas a partir de comienzos de 1995 constituyó una importante pérdida de competitividad para estas economías dada su ligazón al dólar; y por otra, la competencia creciente en los mercados de productos y de destino de estos países, debido, por un lado, a la incorporación de China al comercio mundial y, por otro, a que la mayoría de estos países estaba invirtiendo en los mismos sectores. Desde un punto de vista microeconómico destacan también dos factores: unos mercados financieros deficientes debido a una adaptación parcial a la libre competencia con un bajo nivel de supervisión; y un creciente endeudamiento, tanto del sector financiero como del no financiero, en los mercados exteriores, a corto plazo y sin cubrir riesgos cambiarios.

La resolución de esta crisis fue complicada por tres razones: la rapidez, intensidad y el carácter sorpresivo con que se produjo; el volumen de dinero implicado; y la naturaleza jurídica de los agentes endeudados: el principal prestatario no era el Estado sino agentes privados, lo que dificultaba las negociaciones, debido a la presencia de múltiples interlocutores.

El FMI respondió bastante rápido liderando a otras instituciones, particularmente el Banco Mundial, para conceder apoyo financiero a los países implicados. La aportación de divisas se hizo de forma gradual y en función del grado de compromiso de los países con los programas de ajuste diseñados por el FMI. El objetivo a corto plazo de esos planes era generar un excedente en la cuenta corriente que permitiese el pago de las deudas en divisas; a largo plazo se pretendía resolver los problemas estructurales inherentes a esas economías que el FMI consideraba como primera causa de la crisis.

Los programas de ajuste aplicados a estos países se caracterizaron a nivel macroeconómico por la introducción de tipos flotantes y ajustes de las políticas monetarias y fiscales, con el doble objetivo de mejorar la cuenta

CUADRO 3.—Compromisos financieros oficiales en millardos de dólares

	FMI	Banco Mundial	Banco Asiático de Desarrollo	Compromisos bilaterales	Total	En % del PIB (sólo FMI)
Tailandia	3,9 (505% de cuota)	1,9	2,2	12,1	20,1	3,0
Indonesia	10,1 (490% de cuota)	4,5	3,5	22,0	40,0	5,0
Corea	21,0 (1.939% de cuota)	10,0	4,0	22,0	57,0	5,0
México	17,8 (689% de cuota)	1,5	1,3	21,0	51,6	6,0

Nota: Para México, el Banco Interamericano de Desarrollo. Se debe señalar que los fondos comprometidos y los fondos realmente desembolsados no tienen por qué coincidir. Así, por ejemplo, en la resolución de la crisis asiática los compromisos bilaterales no se llegaron a desembolsar, hecho que sí ocurrió en el caso de México.

Fuentes: BIS (1998): 68th Annual Report, p. 134. FMI (1999): Global development report, p. 93.

corriente y generar recursos con los que sanear el sistema financiero. A nivel estructural se pretendía la eliminación de monopolios y prácticas poco transparentes y la reforma de los sistemas financieros (lo que implicaba el cierre de ciertas entidades, recapitalización de otras, una mayor supervisión y una más amplia permisividad a la entrada de entidades extranjeras).

El FMI ha sido fuertemente criticado por su actuación en la resolución de la crisis asiática. Así, el Banco Mundial mostró públicamente por primera vez su disconformidad tanto con la estrategia seguida por el Fondo para resolver la crisis como con la severidad de los programas de ajuste. De hecho, conforme la profundidad de la crisis se hizo evidente y en la medida en que la mayoría de los países corrigieron rápidamente sus déficits exteriores, se produjeron sucesivas relajaciones en los ajustes fiscal y monetario previstos inicialmente, dándose un mayor énfasis a las políticas de alivio de la pobreza. Las fuertes críticas encabezadas por el Banco al sustento ideológico de los planes del Fondo se centran en dos puntos: el énfasis excesivo puesto en medidas estructurales, cuando lo principal era restablecer la confianza de los inversores, y en la insistencia en los primeros programas de liberalizar los movimientos de capital. Al manifestar que la causa de la crisis era inherente a la estructura económica de los países, en vez de considerar la posibilidad de que se debiese a un pánico autoconfirmado de los inversores, se acentuaba la desconfianza de los agentes, dificultando la resolución de la crisis.

Esta crisis ha motivado también un replanteamiento de los criterios anteriores del FMI de apertura y liberalización de los mercados de capitales. En particular, ahora se considera que un país no debe liberalizar la cuenta financiera de forma súbita si no dispone de un sistema financiero bien desarrollado. En la práctica, esta postura implica una liberalización secuencial mientras simultáneamente se mejora la eficiencia de las entidades financieras locales. La volatilidad de los flujos financieros internacionales dirigidos a los países en desarrollo, en particular los ligados a los préstamos internacionales, exige a sus autoridades una gestión muy prudente tanto de la política de endeudamiento público (por ejemplo, alargando los

plazos la deuda pública ejemplo, mediante un cios derivados para un financiación se pueden volatilidad financiera e

4.4. LA CRISIS RUSA-BR

El peso de la econor presentaba en 1998 el 1, sis de 1998 generó una nal. La clave es que Rus su deuda externa y el F

Una serie de grande: portantes cantidades a F mas para pagar su deuda ziones políticas) volverían entró en mora y el FMI n les descubrieron súbitan lizado era incorrecta. D préstamos, reduciendo d llos prestatarios que no t seguridad creó serios pr también a muchas empre sarrollados.

El país más afectado j blemas para mantener su rante la crisis asiática. P ron tanto a la venta de di rés. Adicionalmente el FA defender su tipo de cambi incapaces de controlar su las administraciones regic muy gravoso el financiarr currir al ahorro exterior p maniobra de las autoridac sis rusa, el acceso al merc co o se cerró o se tornó pr ciente de los altos tipos de sileñas a dejar flotar el re: una importante depreciac no, no se produjo una cris ción. Las razones radican que el Gobierno central n

en millardos de dólares

Compromisos bilaterales	Total	En % del PIB (sólo FMI)
12,1	20,1	3,0
22,0	40,0	5,0
22,0	57,0	5,0
21,0	51,6	6,0

señalar que los fondos comprometer. Así, por ejemplo, en la resolución de la OMS, hecho que sí ocurrió en el caso del development report, p. 93.

el sistema financiero. A través de monopolios y prácticas financieras (lo que implica la entrada de otras, una mayor sujeción de otras, una mayor sujeción de entidades ex-

tuación en la resolución pública por parte seguida por el Fondo de los programas de ajuste. hizo evidente y en la medida rápidamente sus déficit en los ajustes fiscal y monetarios énfasis a las políticas de las administraciones por el Banco al suscribirse en dos puntos: el énfasis principal era la restitución en los primeros años. Al manifestar que la economía de los países, en un pánico autoconfirmado de los agentes, difi-

amiento de los criterios en los mercados de capitales. debe liberalizar la cuenta de la liberalización secuencial de las entidades financieras internacionales los ligados a los préstamos a gestión muy prudente por ejemplo, alargando los

plazos la deuda pública) como de los sistemas financieros nacionales (por ejemplo, mediante una supervisión adecuada). De lo contrario, los beneficios derivados para un país en desarrollo de un mayor acceso a fuentes de financiación se pueden ver superados por los costes asociados a la elevada volatilidad financiera en un marco de debilidad institucional.

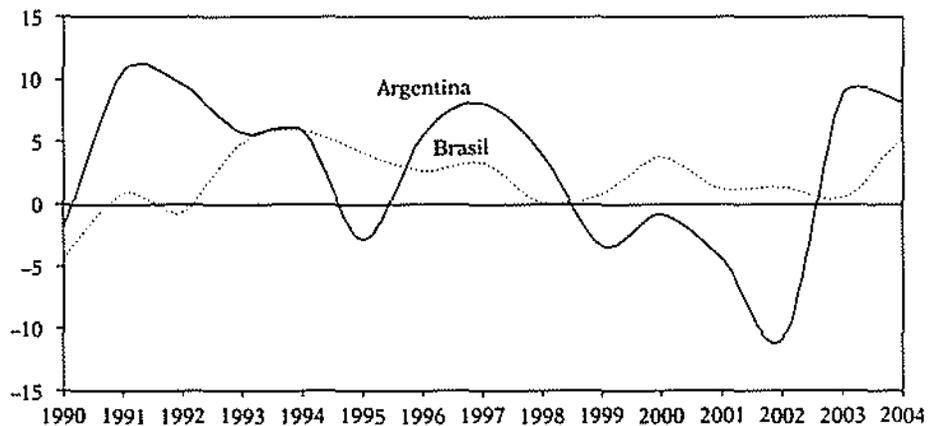
4.4. LA CRISIS RUSA-BRASILEÑA DE 1998

El peso de la economía rusa en el total mundial es mínimo (su PIB representaba en 1998 el 1,6 por 100 del total mundial) y, sin embargo, la crisis de 1998 generó una fuerte inestabilidad financiera a nivel internacional. La clave es que Rusia declaró una moratoria unilateral en el pago de su deuda externa y el FMI no intervino.

Una serie de grandes financieras internacionales habían prestado importantes cantidades a Rusia en el convencimiento de que si tenía problemas para pagar su deuda exterior, las instituciones internacionales (por razones políticas) volverían a ayudarlo con nuevos préstamos. Cuando Rusia entró en mora y el FMI no acudió en su ayuda, los inversores internacionales descubrieron súbitamente que la evaluación de riesgos que habían realizado era incorrecta. De forma que pasaron a re-evaluar su política de préstamos, reduciendo drásticamente (o totalmente) sus flujos hacia aquellos prestatarios que no tuviesen la máxima solvencia. Esta carrera hacia la seguridad creó serios problemas a numerosos países en desarrollo pero también a muchas empresas (financieras y no financieras) de los países desarrollados.

El país más afectado por esta crisis fue Brasil, que ya había tenido problemas para mantener su sistema de tipo de cambio fijo frente al dólar durante la crisis asiática. Para sostener su moneda las autoridades recurrieron tanto a la venta de divisas como a subir fuertemente los tipos de interés. Adicionalmente el FMI apoyó al Gobierno brasileño en su decisión de defender su tipo de cambio. No obstante, las autoridades brasileñas fueron incapaces de controlar su déficit público (especialmente, el generado por las administraciones regionales). En un contexto de altos tipos, que hacían muy gravoso el financiamiento de la deuda pública, y de necesidad de recurrir al ahorro exterior para financiar el déficit público, la capacidad de maniobra de las autoridades brasileñas disminuyó fuertemente. Tras la crisis rusa, el acceso al mercado internacional para financiar el déficit público o se cerró o se tornó prohibitivamente caro. El impacto económico creciente de los altos tipos de interés obligó finalmente a las autoridades brasileñas a dejar flotar el real brasileño a principios de 1999, produciéndose una importante depreciación de la moneda. A diferencia del caso mexicano, no se produjo una crisis económica como consecuencia de la devaluación. Las razones radican en la solidez del sistema bancario brasileño y en que el Gobierno central no tuvo problemas de liquidez.

GRÁFICO 3.—Tasa anual de variación del PIB a precios constantes



Fuente: CEPAL: Anuario estadístico de América Latina y el Caribe.

ambio fijo con el dólar des-
ó en flotación deprecián-
ó de un peso un dólar, a
suspendió el pago de su

venientes de un sistema
la hiperinflación de fina-
nómico y sirvió de base
mía argentina. Por otro
de tipo de cambio fijo no
cturales adicionales que
la capacidad de ahorro

durante los noventa un
ector público. Esta situa-
a argentina frente a per-
ó en crisis, en gran me-
ada por la depreciación
do una devaluación tem-
sin embargo, el gobierno
FMI) se negó a conside-
el temor a los efectos que
endeudados en divisas.

ría argentina son simila-
el mantenimiento de una
una fuerte dependencia
iero internacional); y en
adecuada (dadas las res-
era alto en términos del
elemento diferencial del
gobierno de penalizar a
idad de disponer de sus
a que condujo a la para-
de ser uno de los más
queiebra.

gobierno argentino decidida
la historia (hasta el mo-
largo proceso de reso-
términos de la reestruc-
argentino en febrero de
is rusa, los prestamistas
lidas. No obstante, a di-
fectos sobre otros países

emergentes han sido reducidos. Esta casi nula repercusión internacional se ha debido a que los inversores tienen actualmente una mayor capacidad de diferenciación de la situación económica de cada país, en parte por los esfuerzos de las organizaciones internacionales por mejorar el nivel de información disponible (véase el epígrafe seis).

5. La gestión de los problemas de la balanza de pagos

5.1. LOS PLANES DE AJUSTE

La función básica actual del FMI es la de proporcionar recursos financieros (divisas) a aquellos miembros que experimentan dificultades transitorias en su balanza de pagos. El FMI dispone de una gran variedad de instrumentos a los que pueden recurrir sus miembros para obtener divisas. El procedimiento implica que el país debe consensuar un plan de ajuste con el FMI en el cual, además, se especifican las características del préstamo. Los desembolsos por parte del FMI dependen del cumplimiento del plan de ajuste. Consiguientemente, el país no tiene acceso inmediato a la totalidad del préstamo aprobado por el FMI, sino a una parte, pudiendo disponer del resto si se verifica que sigue las políticas previstas en el plan de ajuste.

Los programas diseñados por el FMI especifican los recursos a los que puede acceder un país y las políticas macroeconómicas que debe seguir (principio de condicionalidad). Los planes de ajuste tienen como objetivo principal resolver el problema de la balanza de pagos. El método más directo para lograrlo consiste en generar un superávit de cuenta corriente, lo

que básicamente implica exportar más que importar. Las siguientes identidades contables permiten apreciar las distintas vías a través de las cuales se puede conseguir ese objetivo:

$$\begin{aligned} \text{Cuenta Corriente} &= (X - M) + \text{Transferencias netas del exterior} + \\ &+ \text{Rentas netas del exterior} = \text{Ahorro privado} - \text{Inversión} - \text{Déficit} \\ &\text{público} = \text{Renta disponible privada} - \text{Consumo privado} \\ &\quad - \text{Inversión} - \text{Déficit público} \end{aligned}$$

Para conseguir un déficit menor o un superávit en la cuenta corriente se pueden aplicar políticas de promoción o restrictivas. Las primeras implican promover las exportaciones, el ahorro privado o la renta disponible privada (básicamente el PIB). Las segundas suponen reducir las importaciones, la inversión o el consumo privado y el déficit público (que aquí se define como gastos netos corrientes). Claramente las del primer tipo presumen una economía con gran flexibilidad y un entorno exterior favorable, circunstancias ambas que no siempre se dan. Por ello, los planes de ajuste propuestos por el FMI se centran en el segundo tipo de políticas, exigiendo un déficit público reducido o superávit y demandando políticas monetarias restrictivas. Las subidas de los tipos de interés persiguen comprimir la demanda interna, controlar la inflación o las expectativas de inflación y atraer flujos financieros internacionales.

Además, los planes de ajuste incluyen propuestas de reforma estructural que los gobiernos se comprometen a realizar. Tradicionalmente estas reformas han tenido dos objetivos: en primer lugar, incrementar la capacidad de adaptación de la economía del país a los cambios económicos (mediante la apertura comercial y liberalización de los mercados de bienes y servicios, trabajo y capital); en segundo lugar, propiciar cambios institucionales que favorezcan la sostenibilidad futura de las políticas económicas recomendadas (por ejemplo, a través de la independencia del banco central o la mejora de los sistemas de recaudación de impuestos). A partir de las críticas recibidas por su gestión de la crisis asiática, el FMI ha incorporado en sus programas de ajuste elementos que tienen en cuenta el impacto del ajuste macroeconómico sobre los sectores sociales más desfavorecidos (hasta el punto de crear en 1999 una línea de crédito para países con bajos ingresos denominada servicio para el crecimiento y lucha contra la pobreza).

5.2. LA INICIATIVA PARA LA REDUCCIÓN DE LA DEUDA

Muchos países pobres, particularmente subsaharianos, tienen una deuda exterior insostenible y que limita tanto sus posibilidades futuras de desarrollo como la mera existencia de sus ciudadanos; por ejemplo, el servicio de la deuda supone para estos países un porcentaje del PIB superior a lo que sus gobiernos destinan a Sanidad y Educación. La mayor parte de esa deuda ha sido contraída con prestatarios públicos (Gobiernos de países ricos) o multilaterales (básicamente, FMI o Banco Mundial). El convenci-

miento de los prestamistas para el desarrollo, la presión de la ONU y de agentes de la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Endeudados (conocida como la Iniciativa para la Reducción de la Deuda) para que un país se pudiese clasificar como HIPC-II. Así, a principios de los años 2000 se dio un impulso a la Iniciativa, habiéndose

Se considera que la reducción de la deuda en el presente o en el futuro (dependiendo de las condiciones) sin retrasos, requiere que el Banco consideren que un país ha acreditado un compromiso de pago en los últimos años, entonces ese país puede acceder al Fondo, el Banco y los otros organismos de la deuda (hasta dejarla en manos de los organismos de cursos para que los países puedan afrontar los costos sociales, especialmente

CUADRO 4

Deuda (millardos de \$)	
Deuda oficial (%) ¹	
Deuda a largo plazo (%) ¹	
Deuda externa/PIB	1
Intereses/PIB ²	
Amortización/PIB ²	

Notas: (1) En porcentaje del PIB.
Fuente: FMI (2005): Perspectivas.

Muy ligado a esta Iniciativa es el Programa de Reducción de la Pobreza y el Bienestar del Banco Mundial. Las nuevas condiciones concesionales (que entraron en vigor a principios de 2005) y su mayor grado de condicionalidad y en consecuencia la tasa de matriculación escolar, se centran en la reducción de la pobreza. El servicio formarán parte de la Iniciativa para la Reducción de la Pobreza elaborado por las instituciones internacionales de desarrollo. La publicación de este documento es

rtar. Las siguientes identi-
fías a través de las cuales

s netas del exterior +
- Inversión - Déficit
onsumo privado
ico

vit en la cuenta corriente
ictivas. Las primeras im-
ado o la renta disponible
nen reducir las importa-
ficit público (que aquí se
las del primer tipo presu-
torno exterior favorable,
ello, los planes de ajuste
o de políticas, exigiendo
ndo políticas monetarias
siguen comprimir la de-
ectativas de inflación y

tas de reforma estructu-
Tradicionalmente estas
r, incrementar la capaci-
mbios económicos (me-
os mercados de bienes y
iciar cambios institucio-
as políticas económicas
endencia del banco cen-
impuestos). A partir de
ítica, el FMI ha incorpo-
nen en cuenta el impac-
ociales más desfavoreci-
crédito para países con
niento y lucha contra la

A
rianos, tienen una deu-
osibilidades futuras de
os; por ejemplo, el ser-
ntaje del PIB superior a
ión. La mayor parte de
os (Gobiernos de países
Mundial). El convenci-

miento de los prestamistas sobre los efectos nocivos de la deuda para el desarrollo, la presión de otras instituciones internacionales (particularmente la ONU) y de agentes sociales (ONG y la Iglesia) llevó a la creación en 1996 de la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres Muy Endeudados (conocida por sus siglas en inglés HIPC). Las condiciones para que un país se pueda acoger a esta iniciativa fueron suavizadas en 1999 en la cumbre de Colonia del G-7, dando lugar a lo que se conoce como HIPC-II. Así, a principios de 2005, eran veintisiete los países acogidos a la Iniciativa, habiendo once más en condiciones de adherirse.

Se considera que la deuda es insostenible cuando resulta imposible, en el presente o en el futuro, hacer frente a su servicio (intereses y amortizaciones) sin retrasos, reprogramaciones o condonaciones. Si el Fondo y el Banco consideran que un país pobre se encuentra en esta situación, y éste ha acreditado un comportamiento macroeconómico correcto en los últimos años, entonces ese país se puede acoger a la Iniciativa. En su marco, el Fondo, el Banco y los Gobiernos de los países ricos condonan parte de la deuda (hasta dejarla en un nivel sostenible). De esta forma se liberan recursos para que los países pobres puedan hacer frente a sus necesidades sociales, especialmente educativas y sanitarias.

CUADRO 4.—*Países pobres muy endeudados*
(veintisiete países)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Deuda (millardos de \$) ..	98,0	99,9	100,1	96,2	95,0	90,5	92,4	94,8
Deuda oficial (%) ¹	95,1	95,2	93,1	93,6	94,5	95,8	96,5	96,5
Deuda a largo plazo (%) ¹	98,7	97,2	97,1	96,9	97,1	96,7	97,2	97,0
Deuda externa/PIB.	101,3	102,0	102,5	102,7	98,3	88,1	78,7	71,3
Intereses/PIB ²	12,3	6,5	6,0	7,3	6,8	4,6	4,3	3,1
Amortización/PIB ²	32,1	16,1	12,1	14,0	15,2	10,6	8,5	7,9

Notas: (1) En porcentaje del total. (2) Excluidos los pagos del servicio de la deuda al FMI.
Fuente: FMI (2005): Perspectivas de la economía mundial. Abril.

Muy ligado a esta Iniciativa se encuentra el Servicio para el Crecimiento y Reducción de la Pobreza diseñado por el FMI y al que contribuye también el Banco Mundial. Este mecanismo permite otorgar préstamos en condiciones concesionales a los países más pobres (setenta y ocho países a principios de 2005) y su gran novedad reside en que no opera el principio de condicionalidad y en que se usan indicadores sociales (por ejemplo, la tasa de matriculación escolar) para comprobar en qué medida contribuye a la reducción de la pobreza. Además, los programas apoyados por este servicio formarán parte de un Documento Estratégico para la Reducción de la Pobreza elaborado por el país prestatario con la colaboración de instituciones internacionales y representantes de la sociedad civil. La elaboración de este documento es un requisito para poder optar a la HIPC-II y su

ejecución satisfactoria (durante al menos un año) es una condición para que el país se beneficie de la reducción de la deuda.

6. La globalización y las instituciones financieras internacionales

Las instituciones financieras internacionales, y en particular el FMI, han jugado un papel clave en el proceso de globalización financiera. Han impulsado y promovido políticas liberalizadoras en el campo financiero, tanto en el ámbito macroeconómico (libertad de movimientos de capital) como microeconómico (libertad de prestación de servicios financieros). Sin embargo, la propia expansión de los mercados financieros internacionales ha puesto en cuestión la razón de ser del FMI.

La magnitud actual de los flujos financieros internacionales empuja a disminuir los recursos del Fondo (el valor de las cuotas suscritas asciende a 290.000 millones de dólares). Además, la facilidad con que las crisis financieras se expanden de unos países a otros dificulta aún más la actuación del Fondo. De hecho, en todas las crisis desde 1980 los recursos proporcionados a los países afectados provienen del FMI y del Banco Mundial. La magnitud de los recursos empleados en las crisis de los años noventa ha llevado al Banco Mundial a criticar la insuficiencia de medios del Fondo, que le fuerza a desviar sus propios recursos de su objetivo principal (combatir la pobreza y promover el desarrollo) y dedicarlos a programas de estabilización macroeconómica (algo que también ha sucedido con los bancos regionales de desarrollo).

Si la globalización financiera pone en cuestión al FMI desde un punto de vista operativo, su propia forma de actuar también ha sido puesta a debate. Incluso el Banco Mundial y, particularmente, Joseph Stiglitz (premio Nobel de Economía en 2001), su economista jefe durante el período febrero de 1997 a febrero de 2000, han criticado los efectos sociales que tienen los planes de ajuste del Fondo. Concretamente, el Banco plantea que surge una disyuntiva entre la estabilización macroeconómica y el crecimiento a largo plazo. Así, la exigencia de recortar los gastos públicos (para reducir el déficit público) puede dañar los sistemas sanitarios y educativos, reduciendo la calidad de vida de las personas y las posibilidades de crecimiento futuro (por ejemplo, debido a un menor nivel de formación). Medidas como la Iniciativa para la Reducción de la Deuda y el Servicio para el Crecimiento y Reducción de la Pobreza implican tanto un cambio en la actitud del FMI como una mayor necesidad de coordinar actuaciones entre el Fondo y el Banco. El reto actual es cómo distribuir las funciones entre ambas entidades a la hora de, por ejemplo, diseñar planes de ajuste macroeconómico que simultáneamente tengan en cuenta aspectos sociales.

La magnitud de las pérdidas económicas y sociales de las últimas crisis financieras se ha debido en parte a la conjunción de crisis bancarias con crisis cambiarias. Consiguientemente, una solución posible es diseñar ins-

trumentos que eviten las crisis a nivel nacional e internacional. Los requerimientos sobre las prácticas de actuación internacional tradicionales del BIS. Así, las normativas de grandes líneas de cómo las normas se aplican en los países miembros del sistema financiero no se aplican en todos los países. Por tanto, una vía para extender el uso de esas normas es personal especializado para el sector privado es un proceso de innovación financiera que eran adecuados.

La línea de actuación de las instituciones financieras que eviten o reduzcan las crisis es una línea de complementariedad en el sentido del FMI, el Banco Mundial y el BIS. En este sentido el FMI, el Banco Mundial y el BIS deben complementar sus esfuerzos de manera que permitan una transición al funcionamiento de

Finalmente, surge el dilema de la reducida capacidad de actuar del Banco Mundial y el BIS para corregir ambos aspectos. El dilema es que el Banco Mundial y el Banco sean Gobierno y el Banco sean Gobierno cuando sobre ambas instituciones. La línea de actuación de estas instituciones como el FMI, el Banco Mundial y el BIS (por ejemplo, el Fondo sabiendo que el Banco Mundial está haciendo en cada momento y para defender sus posiciones) para defender sus posiciones. El control consiste en la creación de un mecanismo de control de la actuación de las instituciones financieras como el Banco, que permita una mayor independencia (como foros de debate).

La falta de representatividad del BIS. Su menor repercusión en la complejidad técnica de los problemas que plantea al corregir esos problemas. A nivel de los bancos centrales, la mayoría de ellos dependen respecto a sus

ño) es una condición para leuda.

cierras internacionales

s, y en particular el FMI, balización financiera. Han s en el campo financiero, e movimientos de capital) de servicios financieros). los financieros internacio-FMI.

internacionales empeque-otas suscritas asciende a d con que las crisis finan- lta aún más la actuación 30 los recursos proporcio- y del Banco Mundial. La s de los años noventa ha sia de medios del Fondo, t objetivo principal (com-arlos a programas de es- ha sucedido con los ban-

al FMI desde un punto bién ha sido puesta a de- Joseph Stiglitz (premio durante el período febre-ctos sociales que tienen Banco plantea que surge ómica y el crecimiento a s públicos (para reducir rios y educativos, redu- ilidades de crecimiento le formación). Medidas el Servicio para el Cre- o un cambio en la acti- ar actuaciones entre el las funciones entre am- lanes de ajuste macroe- aspectos sociales.

les de las últimas crisis de crisis bancarias con posible es diseñar ins-

trumentos que eviten las primeras. Esto implica reformas estructurales (a nivel nacional e internacional) referidas al nivel de supervisión y a los requerimientos sobre las entidades financieras y no financieras. La institución internacional tradicionalmente encargada de este campo ha sido el BIS. Así, las normativas aprobadas por consenso en su seno definen las grandes líneas de cómo se deben gestionar los activos financieros. Estas normas se aplican en los países desarrollados y explican la mayor resistencia del sistema financiero internacional actual. Sin embargo, estas normas no se aplican en todos los países, particularmente en los países en desarrollo. Por tanto, una vía para reducir el impacto de las crisis financieras es extender el uso de esas normativas. Desafortunadamente, la formación de personal especializado para la supervisión o de profesionales para el sector privado es un proceso costoso en tiempo y en dinero. Además, la continua innovación financiera puede dejar obsoletos criterios que en su momento eran adecuados.

La línea de actuación anterior implica crear barreras estructurales preventivas que eviten o reduzcan el efecto de las crisis financieras. Una forma de complementarla es mejorando el nivel de transparencia del sistema. En este sentido el FMI, el BIS y el Banco Mundial han incrementado notablemente sus esfuerzos de recopilación y publicación de información referida al funcionamiento del sistema financiero internacional.

Finalmente, surge el debate sobre la escasa representatividad democrática y la reducida capacidad de control sobre instituciones como el Fondo, el Banco Mundial y el BIS. El propio Joseph Stiglitz ha señalado la necesidad de corregir ambos aspectos. El hecho de que los miembros del Fondo y el Banco sean Gobiernos no garantiza que éstos tengan un control adecuado sobre ambas instituciones, debido tanto a los poderes atribuidos a estas instituciones como a la existencia de asimetrías en la información (por ejemplo, el Fondo sabe mejor que sus miembros qué es lo que está haciendo en cada momento y tiene incentivos a usar ese mejor conocimiento para defender sus posiciones). Una forma de incrementar la capacidad de control consiste en la creación de mecanismos independientes que evalúen la actuación de las instituciones. En esta línea se están moviendo tanto el Fondo como el Banco, que, a su vez, busca mantener contactos permanentes (como foros de debate) con representantes de la sociedad civil.

La falta de representatividad y control es mucho más aguda en el caso del BIS. Su menor repercusión pública (a pesar de su importancia) y la complejidad técnica de los temas que trata le aíslan de las demandas para corregir esos problemas. A ello se añade el hecho de que sus miembros son bancos centrales, la mayoría de los cuales tiene garantizado, por ley, la independencia respecto a sus Gobiernos.

RECUADRO 3

LA PROPUESTA DEL FMI PARA LA REESTRUCTURACIÓN
ORDENADA DE LA DEUDA

Una de las leyes fundamentales para el funcionamiento del mercado es la que regula la quiebra y suspensión de pagos de las empresas. En el caso de la quiebra estas leyes permiten que los acreedores (trabajadores, proveedores, prestamistas...) de una empresa puedan recuperar parte de sus derechos antes de que los activos de la empresa se dilapiden por su funcionamiento inadecuado. En el caso de la suspensión de pagos se ofrece protección a una empresa en principio solvente pero con problemas de liquidez: el esfuerzo por hacer frente a obligaciones de pago contraídas podría implicar el cierre de la empresa, con la consiguiente pérdida de bienestar general. Tanto en un caso como en otro, la ley prevé mecanismos para evitar fraudes y proteger de forma efectiva a todos los involucrados (por ejemplo: mediante el nombramiento de un interventor que gestione la empresa durante un período de tiempo establecido). Más aún, la mera existencia de estas leyes favorece los procesos de reestructuración empresarial pactados fuera del ámbito judicial.

La deuda soberana es aquella emitida por el gobierno central de un país. Las crisis financieras internacionales han supuesto casi siempre suspensiones de pagos o reestructuraciones de la deuda soberana nominada en divisas. Estos procesos se han producido sin que exista a nivel internacional un sistema que permita reestructurar la deuda soberana de una forma ordenada. Durante la crisis de la deuda de los ochenta se pudieron crear sistemas de negociación operativos debido a que el número de acreedores era limitado: la mayor parte de la deuda soberana nominada en divisas había sido contraída en forma de préstamos concedidos por un número reducido de bancos. Los cambios operados en los mercados financieros internacionales durante la década de los noventa hacen que esa forma de resolver los problemas de la deuda soberana ya no sirvan.

Actualmente, los gobiernos de países emergentes se financian de una forma mucho más variada que en los setenta u ochenta: por un lado, se recurre tanto al mercado internacional como al doméstico; por otro, el número de instrumentos de deuda ha crecido: desde préstamos bancarios hasta todo tipo de activos de deuda negociables (principalmente bonos). La gran ventaja de este cambio es que amplía la base de inversores potenciales a los que recurrir. El inconveniente principal es que hace virtualmente imposible todo intento de reestructurar la deuda en caso de necesidad, dada la gran cantidad de agentes implicados. Es más, como regla general para reestructurar las condiciones de una emisión de bonos (por ejemplo, para alargar su vencimiento) se necesita el acuerdo del 100 por 100 de los tenedores de bonos, lo que básicamente imposibilita cualquier acuerdo. Además, cada emisión de bonos (por ejemplo, una realizada en enero y otra en febrero) es desde un punto de vista legal completamente diferente de las otras.

El FMI ha elaborado una propuesta para permitir la reestructuración ordenada de la deuda soberana. El propósito es crear un marco predecible de resolución de conflictos, al estilo de las leyes nacionales de quiebra y suspensión de pagos. Los principales puntos de esta propuesta son:

— La reestructuración del tipo de instrumento y ría vincularían a todos los acreedores y tendrían derecho a ser las

— Pausa temporal en suspensión de pagos y a la mayoría de acreedores y judiciales para cobrar sus

— Protección de los d deudor soberano que no gundo, comprometiéndose a guardar el valor de la deuda de programas macroecon

— Financiación priorit durante el período de pa preexistentes

— Creación de un órga ridos por los deudores y

7. Recapitulación

La globalización de las nacionales se conviertan en ciero internacional. Por ur buir de una forma más efi los problemas de un país o otros, que en principio se globalización financiera ha los cambios en las legislaci competencia interna y ext económicos tales como la r cos que surgieron en los pa de grandes inversores instit cación han contribuido a ac

El proceso de globalizac lización de los riesgos finan ses desarrollados y los que los flujos financieros inter croeconómicamente, es ma mientras que para los países capital tiene más ventajas q no ocurre necesariamente l

STRUCTURACIÓN

miento del mercado es la
mpresas. En el caso de la
abajadores, proveedores,
parte de sus derechos an-
r su funcionamiento ina-
rece protección a una em-
liquidez: el esfuerzo por
la implicar el cierre de la
eneral. Tanto en un caso
raudes y proteger de for-
mediante el nombramien-
le un período de tiempo
yes favorece los procesos
ambito judicial.

terno central de un país.
casi siempre suspensio-
ma nominada en divisas.
el internacional un siste-
ma forma ordenada. Du-
n crear sistemas de nego-
ores era limitado: la ma-
había sido contraída en
educido de bancos. Los
nacionales durante la dé-
los problemas de la deu-

se financian de una for-
e por un lado, se recurre
por otro, el número de
os bancarios hasta todo
os bonos). La gran ventaja
tenciales a los que recu-
nente imposible todo in-
d, dada la gran cantidad
il para reestructurar las
para alargar su venci-
s tenedores de bonos, lo
temás, cada emisión de
en febrero) es desde un
otras.

er la reestructuración or-
un marco predecible de
des de quiebra y suspen-
esta son:

RECUADRO 3 (continuación)

— La reestructuración afectaría a toda la deuda soberana, independiente del tipo de instrumento y de su tenedor. Las decisiones tomadas por la mayoría vincularían a todos los prestatarios, sin perjuicio de que ciertas deudas tengan derecho a ser las primeras en ser reembolsadas.

— Pausa temporal en los pagos de la deuda después de la declaración de suspensión de pagos y antes de que se alcance un acuerdo. Entre otras cosas, la mayoría de acreedores podrá impedir que una minoría acuda a las cortes judiciales para cobrar sus deudas.

— Protección de los derechos de los acreedores. Primero, requiriendo al deudor soberano que no haga pagos de deudas que no sean prioritarias. Segundo, comprometiéndose el deudor a realizar políticas que permitan salvaguardar el valor de la deuda. Este segundo factor estaría ligado a la existencia de programas macroeconómicos avalados por el FMI.

— Financiación prioritaria. Toda financiación que consiguiese el deudor durante el período de pausa temporal tendrá preferencia sobre las deudas preexistentes.

— Creación de un órgano independiente que verifique los derechos adquiridos por los deudores y que resuelva las disputas.

7. Recapitulación

La globalización de las finanzas implica que los mercados financieros nacionales se conviertan en parte de un agregado mayor: el mercado financiero internacional. Por un lado, los recursos financieros se pueden distribuir de una forma más eficiente a nivel internacional, pero, por otro lado, los problemas de un país o un mercado se pueden trasladar rápidamente a otros, que en principio se podían encontrar en una buena situación. La globalización financiera ha sido posible debido al progreso tecnológico y a los cambios en las legislaciones nacionales, que han promovido una mayor competencia interna y externa en los mercados financieros. Fenómenos económicos tales como la necesidad de financiar los grandes déficit públicos que surgieron en los países desarrollados a partir de 1973, la aparición de grandes inversores institucionales y la existencia de compañías de calificación han contribuido a acelerar la integración financiera internacional.

El proceso de globalización financiera implica también la internacionalización de los riesgos financieros. Surge aquí una asimetría entre los países desarrollados y los que están en desarrollo: la capacidad de gestionar los flujos financieros internacionales, tanto macroeconómica como microeconómicamente, es mayor en los primeros que en los segundos. Así, mientras que para los países desarrollados la liberalización de los flujos de capital tiene más ventajas que inconvenientes, para los países en desarrollo no ocurre necesariamente lo mismo.

Las crisis de los noventa se distinguen de las anteriores en aspectos cualitativos y cuantitativos: son más difíciles de prever; implican cantidades de dinero mayores; a menudo, es el endeudamiento de agentes privados y no el de los gobiernos la causa última de la crisis; se extienden muy rápidamente y se suelen manifestar en forma de doble o triple crisis (de tipo de cambio, bancaria y de deuda). Además, sus efectos sobre el PIB de los países afectados tienden a ser muy severos. De hecho, la experiencia adquirida por estas crisis, y en particular con la asiática, ha llevado al Banco Mundial a aconsejar que los procesos de liberalización de la cuenta financiera se deben realizar teniendo en cuenta la fortaleza de los sistemas financieros locales.

Glosario

- *Banca internacional y banca global*: la banca internacional se dedica a canalizar fondos financieros desde los mercados internacionales o ciertos mercados nacionales hacia otros mercados nacionales. La banca global realiza sus operaciones de activo y pasivo dentro de cada uno de los mercados nacionales en los que opera.
- *Crisis de tipo de cambio*: se produce cuando, como consecuencia de un exceso de demanda de divisas, las políticas económicas nacionales (en especial, la monetaria y de tipo de cambio) se deben alterar para intentar mantener el valor de la moneda nacional.
- *Crisis de deuda*: se produce por la incapacidad, temporal o estructural, de los nacionales de un país de hacer frente a compromisos de pagos en divisas.
- *Planes de ajuste estructural*: se trata de programas de reformas macroeconómicas y de ajuste macroeconómico elaborados por el FMI con el objetivo de solventar la escasez de divisas de un país.
- *Supervisión financiera internacional*: indica la división de tareas entre las principales instituciones multilaterales con competencias en el sistema financiero internacional (FMI, Banco Mundial y BIS) y su relación con el sector privado para minimizar el riesgo de crisis financieras internacionales y reducir sus efectos si se producen.
- *Servicio de la deuda externa*: engloba los pagos que realizan los residentes de un país en concepto de intereses y amortizaciones por la deuda contraída con residentes de otros países. En el caso de los países en desarrollo, la mayor parte de la deuda externa está denominada en divisas y, por tanto, para su servicio también se requiere moneda extranjera.

Orientación bibliográfica

Todas las instituciones internacionales en el ámbito financiero disponen de páginas web. En todas ellas hay una sección dedicada a describir el origen, desarrollo y funcionamiento actual de la institución. Además se puede disponer en ellas de informes de notable interés.

En KRUGMAN y OBSFELD (2001), «Economía Internacional, Teoría y política» resulta de interés el capítulo 18, «El sistema monetario internacional, 1870-1973», en

particular las pp. 563-578 Woods; y el capítulo 22, . En «Perspectivas de la economía mundial, 1999-2000», el capítulo «Los países en desarrollo, 1999-2000», también en esa línea véase «Globalmente, el capítulo 2005 del FMI, denominado «Causas y los efectos de la recesión de desequilibrios económicos» del Instituto de Estudios Económicos monográficamente a las crisis en América Latina tras la crisis de la crisis argentina de 2001

Enlaces de interés

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL
Economic Outlook; Global Economic
Se puede encontrar información que dispone el FMI p
<http://www.imf.org/external/>
BANCO MUNDIAL: <http://www.worldbank.org/>
economic prospects. En
da/ se puede encontrar información de la Deuda de los
BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES
COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

las anteriores en aspectos de prever; implican cantidades de agentes privados en la crisis; se extienden muy de doble o triple crisis (de sus efectos sobre el PIB de...). De hecho, la experiencia asiática, ha llevado al Banco Mundial a la liberalización de la cuenta financiera y a la fortaleza de los sistemas

El Banco Mundial se dedica a canalizar recursos hacia ciertos mercados nacionales y globales. El Banco Mundial realiza sus operaciones en los mercados nacionales en los que

consecuencia de un exceso de divisas (en especial, la monetarización) para mantener el valor de la

reforma estructural, de los flujos de pagos en divisas. Las reformas macroeconómicas con el objetivo de solventar

una serie de tareas entre las principales en el sistema financiero internacional con el sector privado para reducir sus efectos si

realizan los residentes de un país una deuda contraída con el extranjero, la mayor parte de la deuda, para su servicio también

El Banco Mundial dispone de páginas para describir el origen, desarrollo y evolución de las finanzas internacionales en ellas de in-

El libro «Teoría y política» resultante de la investigación internacional, 1870-1973», en

particular las pp. 563-578 referidas a la creación y evolución del sistema de Bretton Woods; y el capítulo 22, «Los países en desarrollo: crecimiento, crisis y reforma». En «Perspectivas de la economía mundial», FMI (mayo de 1999), se comparan diversas crisis cambiarias y se estudian sus determinantes (Capítulo III: El contagio financiero internacional). La misma publicación pero de mayo de 1995 describe la evolución de la economía mexicana y las razones que llevaron a la crisis (Anexo I: La crisis financiera de México). Para un análisis crítico de las crisis y de los problemas de la liberalización de la cuenta financiera, véase en el «Informe sobre desarrollo mundial, 1999-2000, En el umbral del siglo XXI», del BANCO MUNDIAL (1999), el capítulo «Los países en desarrollo y el sistema financiero internacional»; también en esa línea véase «Globalización y desarrollo» de la CEPAL (2002). Más recientemente, el capítulo tercero de Perspectivas de la Economía Mundial abril de 2005 del FMI, denominado «Globalización y desequilibrios exteriores», aborda las causas y los efectos que la globalización tiene para las políticas económicas y la corrección de desequilibrios en las cuentas exteriores de un país. La Revista del Instituto de Estudios Económicos (1998, núm. 4, titulado «La crisis inédita») se dedica monográficamente a las crisis del sudeste asiático y la rusa de 1998. De forma similar, resulta interesante el número 81 de 1999 de la revista Economistas titulado «América Latina tras la crisis» y el número 91 de 2002 donde se explica con detalle la crisis argentina de 2001 (pp. 88 a 104).

Enlaces de interés

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: <http://www.imf.org>, en particular, consúltese: World Economic Outlook; Global Financial Stability Report y «Finanzas y Desarrollo». Se puede encontrar información detallada sobre los instrumentos y medios de que dispone el FMI para realizar sus funciones en la siguiente dirección: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/howlends.htm>.

BANCO MUNDIAL: <http://www.worldbank.org> Global development finance; y Global economic prospects. En la dirección <http://www.bancomundial.org/temas/deuda/> se puede encontrar información detallada sobre la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres Muy Endeudados.

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES: <http://www.bis.org> Informe Anual.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: <http://www.cepal.org>.